全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯文集

THE ART OF THE DEAL

投资的艺术

〔英〕J.M.凯恩斯 著　王雅悦 邵彦 毛虹 译



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯文集

THE ART OF THE DEAL

投资的艺术

〔英〕J.M.凯恩斯 著　　王雅悦 邵彦 毛虹 译

江苏人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

469251

The Collected Writings of John Maynard Keynes

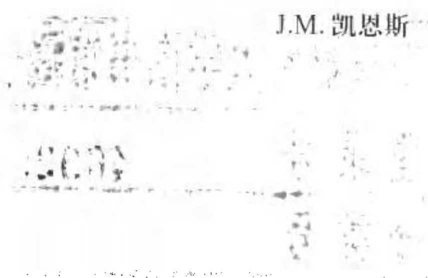
The Art of Thedeal

书　　名　凯恩斯文集·投资的艺术
著　　者　[英]J.M.凯恩斯
译　　者　王雅悦　邵彦　毛虹
审　　校　黄翔　姜渭渔
责任编辑　胡学海
出版发行　江苏人民出版社
地　　址　南京中央路165号
邮政编码　210009
印 刷 者　南京爱德印刷有限公司
开　　本　850×1168毫米　1/32
印　　张　9.75　插页5
印　　数　1—10170册
字　　数　210千字
版　　次　1998年2月第1版第1次印刷
标准书号　ISBN　7—214—02124—2/G·656
定　　价　18.00元(软精装)
(江苏人民版图书凡印装错误可向承印厂调换)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



J.M. 凯恩斯



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



凯恩斯与夫人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1925年梅纳德·凯恩斯出席俄罗斯科学院二百周年纪念会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1927 年凯恩斯与劳埃德·乔治首相在剑桥。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

第一部分　投资者凯恩斯（1）

凯恩斯作为一个活跃的投资者在各个时期的经营活动。他并不总是一个成功的投资者，但当市场行情上涨时，他似乎更高人一筹。

凯恩斯与伦敦金融巨子的通信往来。因合作经营投资、保险，而不断探讨与辩论投资策略、方针。大量信函展示了凯恩斯的投资艺术与操作技巧。

第二部分　投资方针和保险(116)

凯恩斯担任国民互助人寿保险协会主席长达18年。他每年在协会年会上的讲话都成为伦敦金融界的重要事件，经常在新闻界引起争论，甚至多次影响伦敦金边债券的价格。本篇辑选了他的一系列重要讲话和文稿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分 凯恩斯论艺术投资与管理(230)

凯恩斯为英国艺术贡献了大量时间、精力和金钱。他担任过国家画廊管理委员，为国家画廊收购藏品，参与国际藏画拍卖；担任过一些重要艺术团体的财务总监、主席、经济担保人；还为一些大型画展写过前言和为新闻媒介写过不少艺术评论和文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

投资者凯恩斯

凯恩斯的投资经历可以从1919年6月他从财政部辞职为界，分成两个阶段：

1905—1919年，凯恩斯本人一直进行少量个人投资，并向他的朋友们提供咨询。他的交易量有限，投资收益也主要来自储蓄。1919年以后，凯恩斯在金融市场上的投资大幅度增加，并同时为客户代理投资。例如，凯恩斯担任过剑桥大学皇家学院的财务总监、国民互助人寿保险协会的主席(1921—1938)、普鲁文希尔保险公司的董事，此外还兼任几家投资公司的董事——独立投资公司、A.D. 投资公司(1921—1927)、P.R. 金融公司(1924—1936)。这些年间，他的收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要来自金融投资收益，只有小部分来自学术活动(见表 1)。

下面，我将首先考察凯恩斯作为个人投资者在两个时期的经营活动，然后再来讨论他与其他人合作及代表皇家学院所进行的金融交易，从中我们可以看到凯恩斯在伦敦金融界的个人影响力。

表 1 凯恩斯 1908 年 4 月 6 日至 1946 年 4 月 5 日每年收入(以英镑计)

税收年度	收入总额	其中学术收入	父亲的资助	总 计
1908—1909	200	115	180	380
1909—1910	595	580	110	705
1910—1911	595	575	135	730
1911—1912	664	623	105	769
1912—1913	815	726	95	910
1913—1914	906	741	85	991
1914—1915	992	702	80	1072
1915—1916	1214	358	65	1279
1916—1917	1303	248	55	1358
1917—1918	1390	275	–	1390
1918—1919	1802	324	–	1802
1919—1920	5156	3819	–	5156
1920—1921	3935	3324	–	3935
1921—1922	3794	2786	–	3794
1922—1923	5929	4950	–	5929

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

税收年度	收入总额	其中学术收入	父亲的资助	总 计
1923--1924	4414	1177	–	4414
1924—1925	5963	1403	–	5963
1925—1926	5523	1690	–	5523
1926—1927	6648	1636	–	6648
1927—1928	5558	1436	–	5558
1928—1929	3764	1498	–	3764
1929—1930	3725	1657	–	3725
1930—1931	4502	1406	–	4502
1931—1932	6420	2561	–	6420
1932—1933	5447	3296	–	5447
1933—1934	7750	3356	–	7750
1934—1935	6528	2229	–	6528
1935—1936	6552	1703	–	6552
1936—1937	15194	1248	–	15194
1937—1938	18801	1388	–	18801
1938—1939	6192	1377	–	6192
1939—1940	10080	1262	–	10080
1940—1941	11774	1127	–	11774
1941—1942	14353	1403	–	14353
1942—1943	12657	1117	–	12657

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

税收年度	收入总额	其中学术收入	父亲的资助	总 计
1943—1944	13302	1122	–	13302
1944—1945	14392	971	–	14392
1945—1946	11801	867	–	11801

a. 数据主要来自凯恩斯本人文件中的税收统计。
b. 此部分收入来源包括讲学、助学金、稿费及担任皇家经济学会职务和剑桥皇家学院财务总监的收入。

资料来源：

本章基本资料来自凯恩斯本人的文件。凯恩斯在一系列笔记本里记录了自己全部投资业务(包括从 1922—1946 年间每年 12 月 31 日按市场价格和成本对有价证券进行的系列估价)、所收红利、收入来源和商品交易。作为记录的补充，还存有整套银行存折、交易单据、经纪人的业务往来和账户，另外还有各类函件卷宗、资产负债表及备忘录。本书以上所提到的记录及保留文件包括了凯恩斯参与的各个公司的业务。除以上资料外，我们还利用了经枢密院批准保留的剑桥大学皇家学院的档案资料。

Ⅰ. 个人投资

1905—1919 年：

从凯恩斯本人的记录看，他的投资生涯始于他所称为的“特别基金”或者叫做“特别账户”。这是 J.N. 凯恩斯为儿子设立的生日礼金、学业奖金等。凯恩斯把这些钱贷给他的朋友们如：伯纳德·斯韦辛班克、林顿·斯特拉西、约翰·斯特拉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西、J.T. 史伯特、H.T.J 诺顿和乔治·马勒力等人，供他们需要时购置家具和书籍。但从 1905 年 7 月起，凯恩斯以此为本开始投资。在他做第一笔交易时，这笔款子只有 181 英镑。

凯恩斯于 1905 年 7 月 6 日开始购买证券。当时他用 160 英镑 16 先令买了四股海洋保险公司的股票。约六个月后，他又用 49 英镑 7 先令 9 便士买了马瑟和普拉特工程公司四股股票，此后直到 1910 年他都没有再做投资。从保存下来的凯恩斯的文件记录看，似乎这段时间内他把收入全部花掉了，每年没有存下几个英镑。当他的收入提高并有较多的积蓄时，凯恩斯于 1910 年购入了霍顿·克利尔斯公司和东方银行的股票。第二年他在市场上第一次有较大作为，并于 1913 年在美国钢铁公司的短期股票投机生意中，他净赢利 5 英镑 15 先令。总的来说，在这段时期内凯恩斯的交易量有限，而所购买的有价证券也看不出有任何过人之处。表 2 反映了凯恩斯在这段时间年底结算的收入状况。

表 2　凯恩斯的总资产和净资产(1905—1919，以英镑计)

年　度 12 月 31 日	总　资　产			净 资 产
	有价证券	其　他	借　贷	
1905	158	62	–	220
1906	203	53	–	256
1907	195	57	–	252
1908	197	120	–	317
1909	218	246	–	464
1910	539	66	–	605
1911	940	87	–	1027
1912	1463	23	–	1486

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

年 度 12 月 31 日	总 资 产			净资产
	有价证券	其 他	借 贷	
1913	1691	254	–	1945
1914	4617	–	115	4502
1915	3818	–	69	3749
1916	4598	–	253	4345
1917	6201	10	–	6211
1918	9428	–	1964	7464
1919	14453	17360	15498	16315

1919 年离开财政部以后，凯恩斯在金融市场比以往活跃得多。在大战结束后十年的大多数时间内凯恩斯的经济活动都与一位名叫 O.T. 弗克的老同事密切相关。弗克曾在财政部的一处工作，当时是伦敦券商布克玛斯特和莫尔公司的合伙人。然而 1919 年 8 月凯恩斯开始以金融投机者面目出现时，身份仍是个人投资者。

此时凯恩斯涉及一些股票的投机业务，但他主要活跃在外汇市场。他的策略很明确：在期货市场卖空法国、意大利、荷兰货币。1920 年 3 月以后卖空法国货币，买空美元、挪威克罗纳、丹麦克朗和印度卢比。这是一个成功的开端，到 1920 年 1 月，他赢利 6154 英镑，这使他萌生了进行更大交易的计划。

凯恩斯和 O.T. 弗克共同发起公司，使用本人和朋友的资金进行大规模外汇投机。公司创业时本金是 3 万英镑，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中一半资金来源于凯恩斯和他的朋友及亲属，其余则来自弗克及其圈子里的人。凯恩斯方面的投资风险主要由三方承担：他本人（包括向 J.N. 凯恩斯、A.V. 希尔、W.L. 布朗和玛格丽特·凯恩斯的借款）、杰弗里·凯恩斯以及邓肯·格兰特。

公司于 1920 年 1 月 21 日开始正式运营，卖空法国法朗、里拉，买空卢比。三月份停止里拉交易，买进美元。月底，弗克认为交易量很小的市场进行大笔买卖比较困难，于是建议自己的一方退出公司。弗克离开后，凯恩斯一方留了下来，继续卖空马克和法国法朗，买入美元。公司直至 5 月中旬再次卖空里拉后才解体。

企业开始时非常成功。从 1 月 21 日到 4 月底，凯恩斯一方实现利润达 9000 英镑，账面利润达到大约 8000 英镑。但此后，欧洲货币对英国货币比价坚挺，英国货币对美元升值，卢比对英币下跌。由于每日汇率涨跌起伏过大，企业很快遇到了困难并从此一蹶不振。

5 月 14 日，企业实现利润收益 10408 英镑，账面亏损 3146 英镑。到 5 月 19 日，市场情况不利，弗克提醒凯恩斯，账面亏损已超过所获利润，而且保持金已低于规定所要求的 10%。所以，必须增加保证金或进行部分抛售。凯恩斯的个人投资也面临相似境地。他迅速采取措施，调整持仓，并从麦克米伦出版公司获得出版《和平的经济后果》的预付款，同时向欧内斯特·卡赛尔先生借款 5000 英镑。当凯恩斯停止企业的业务时，总亏损达 22575 英镑，而在他自 1919 年 8 月以来的个人投机账目上，亏损加上交易费用不算太大，账面数字为 133 英镑 8 先令。而与弗克的企业在进行交易的各种货币中均有亏损，其中亏损最多的是马克、里拉和法国法朗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1920年夏天，凯恩斯曾多次独自进行股票交易。最惨的一次发生在8月1日，当时J.N.凯恩斯在给其儿子贷款的3000英镑中勾销了2000英镑(见表a)，凯恩斯还认为自己对企业的其他参与者负有道义上的责任(见表b)。

在这种情况下，显然凯恩斯需经过一段时间才能东山再起。

表 a

资　　产	负　　债	
证券 19000 英镑	银行贷款	4618 英镑
	布克玛斯特和莫尔公司	3619 英镑
	欧内玛斯特·卡赛尔	5000 英镑
	J.N. 凯恩斯	3000 英镑
	A.V. 希尔	2400 英镑
	W.L. 布朗	1000 英镑
	M.E. 凯恩斯	1200 英镑
		20837 英镑

表 b

邓肯·格特	2860 英镑
杰弗·凯恩斯	2000 英镑
布莱克特	400 英镑
贝尔	1490 英镑
总　　计	6750

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从凯恩斯致欧内斯特·卡赛尔先生的信中，可以看出他当时的心态以及乐观精神。正因为如此，他得到了 5000 英镑的贷款。这封信一开始，凯恩斯特别提到“建议投资本金为 60000 英镑，并且如果早一点投资的话，到今天可能已经赢利 50000 英镑”。

亲爱的欧内斯特·卡赛尔：

前些时候你曾鼓励我在计划金融冒险时可以向你申请援助。据我判断，当前外汇市场混乱的状况提供了投机的极好机会。在我给您写这封信时，行情大概是这样：

马克 127

法朗 48

里拉 63

以上只是牌价，与实际价值没有关系。外汇投机者生意难做，牌价就没有意义。我已证实目前关于国际贷款的谣传纯粹是一种欺骗。

因此，我的建议如下：售出马克、法朗和里拉期货，授权我实际操作。当然最终的否决权在于您。我将每天向你报告仓位情况。我做这项业务得心应手，并熟知交易方法，我建议数目为：

马克 5000000

法朗 5000000

里拉 3000000

数目可大可小由你决定。你需要提供 20% 的保证金，并预留 10% 的备用金。

投资收益可按你认为公平的比例分配。我预见如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你准备承担风险的话很可能几个月后有大量赢利。

这里我必须补充说明(如果你在伦敦的话，我愿意当面向你解释)，我本人不可能参与投资。因为此前的损失已使我无力按现在的市场价格进行投资。但是以目前的价位，任何人介入都会前景光明。对自己经营无方导致无法利用目前的机会，我深感痛惜。因而你此时的资助将是对我的最大援助。特向你提出申请。

不知你曾与我谈到的是否指的是这类事情。但这是前所未有的良机。我在这里所提到的情况可能是人所共知的。至于经营方面我可以全面负责。如果你能够投资的话，我将不胜感激。

我期待尽快采取行动。恳请你接信后立即回复。电报：伦敦戈登广场46号，或电话：博物馆3875。必要的话，明天我可以到伯内普斯拜见你。

你忠实的

凯恩斯

凯恩斯在投机生意上曾经失败，但他亦有财运亨通之时。到1920年底他偿还了布莱克特和欧内斯特·卡赛尔的借款。其余的款项也在1922年还清。只有玛格丽特·凯恩斯仍将1200英镑放在凯恩斯那里，直至1936年。与布莱克特和卡赛尔不同，参与企业的其他人将所还款项转而委托凯恩斯间接管理。开始时用于投资A.D.投资公司，后投资P.R.金融公司。起初也有些亏损，1927年后开始盈利。这样，到1922年12月31日，凯恩斯还清了企业的所有债务，并成为有实力的投资者，他拥有资产净值21000英镑(见表3)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3　1919 年至 1920 年 8 月，1922 年至 1946 年 1 月。凯恩斯的总资产和净资产，以英镑计。

表 3

年　度 (截至 12 月 31 日)	总　资　产			借　贷	净资产
	证　券	编 号	其　他		
1919	144453	(4)	17360	15498	16315
1920(8 月 1 日)	19000	(4)	–	20837	-1837
1922	14288	(7)	10050	2720	21558
1923	26839	(12)	8725	1200	34364
1924	56976	(18)	8021	1200	63797
1925	26507	(19)	18303	1200	43610
1926	27550	(22)	15450	2200	40800
1927	78550	(21)	12400	46900	44000
1928	35480	(20)	3370	25790	13060
1929	18165	(20)	3650	14000	7815
1930	20565	(19)	56960	65000	12525
1931	19488	(17)	7575	11965	15100
1932	23994	(19)	17552	19774	21772
1933	78925	(21)	55156	78859	55222
1934	299363	(25)	11987	165343	146007
1935	377450	(79)	31440	188271	220619
1936	692059	(87)	113950	299347	506522

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

年 度 12月31日	总 资 产			借 贷	净资产
	证 券	编 号	其 他		
1937	346697	(80)	58582	190035	215244
1938	250285	(70)	37732	106470	181547
1939	267605	(62)	41026	109136	199495
1940	188353	(56)	43392	60655	171090
1941	193992	(49)	40042	28753	205281
1942	243057	(45)	30736	19720	254073
1943	308058	(49)	36956	31643	313371
1944	365864	(44)	35613	46167	355310
1945	436194	(39)	13930	38886	411238

a. 包括投机生意的账面收益、蒂尔顿公司的净资产、个人贷款现金、农场资本、艺术剧院(剑桥)、保险单、租赁等。
b. 不包括联合企业的"道德债"6750英镑。

资料表明,这笔财富的积累主要来自货币和商品投机的赢利。1920年8月至1922年12月31日间凯恩斯实现资本收益如下:

棉花 3672 英镑

金属 2113 英镑

证券市场 2947 英镑

这样,从1922年以后我们将凯恩斯作为有资本的投资者来研究。

表3、表4和表5分几方面列出凯恩斯的投资经历。表3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反映的是截止到 1945 年 12 月 31 日净资产状况。表 4 列出了凯恩斯的投资收益，包括红利、实现资本收益和投机（这里请注意，从 1926 年 4 月由于税收的原因凯恩斯将他的投资活动转移到蒂尔顿公司）。最后表 5 是凯恩斯本人的在伦敦和纽约的证券投资情况与多种股票市场指数的比较。

总的来说，我们对凯恩斯的投资活动应如何评价呢？根据表 5 的数字，人们首先发现他并不总是一个成功的投资者。例如，从 1922 年至 1929 年的 7 年中，有 5 年他的投资收益低于《银行家杂志》公布的指数。但另一方面，1929 年以后的 30 个会计年度的 21 年中，他的投资收益比市场表现好，并逐渐显示出超人的实力。同样，数字显示，当市场行情上涨时，他似乎更高人一筹。从详细的资料看，凯恩斯明显是一位极活跃的投资者。从 1923 年到 1940 年的大多数年间，凯恩斯所售出的证券总额均超过了每年初他所拥有的证券的市场价值。1939 年大战爆发前的大多数年间，凯恩斯同样活跃在商品和外汇市场。由于凯恩斯的交易量大，他的有价证券交易在一段时期的短期赢利并不像那些小额投资者那样战绩显赫。20 年代末期，凯恩斯的投资组合中往往只保留少数几家公司的证券。当时证券集中的情况并非罕见，个人投资者拥有单一证券价值超过其组合的 10％的情况比比皆是。这可能是当凯恩斯有资金时倾向于进行长期和大规模投资的又一种表现。他的这种倾向也反映在商品市场上。有时他不考虑仓储费用而接受实盘，但结果往往是利大于弊。凯恩斯在这方面的固执导致他在 1936 年接受小麦实盘时竟然前往皇家学院教堂估算容积。据当时在皇家学院财务部工作的杰克·彼得回忆，凯恩斯对教堂面积太小大为光火。券商麦克珀西

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对此事也是历历在目：

对小麦的故事我可以补充一些。凯恩斯的财务状况好转后，我派一位年轻的办事员马克·克莱顿专门负责凯恩斯方面的业务。一个周一的早晨，他走进我的房间说："我周末在桑德维斯打高尔夫球时，看到了那些船开进泰晤士河。"我问他到底在说什么，他说："你难道不知道凯恩斯已莫名其妙地买下了够全国吃一个月的小麦？"况且，在没有通知合伙人的情况下，他是决不应这样做的。从公司的角度看，这是一起严重的事件。因为这是通过我们在芝加哥套购在布宜诺斯艾利斯售出的一笔特殊生意，而当时还不清楚枢密院是否允许伦敦交易所的成员在不完全公开的情况下进行商品交易。当我正考虑如何处理此事时，凯恩斯走进我的房间，说我可能想见他，而我的确如此。他说在周末已经丈量过皇家学院的教堂，认为只能装下一半的小麦。另一半怎么办？在我表示不满后，他解释说，每船货到港后他都会提出有质量问题。他肯定这种从阿根廷运来的货物都必须经过除杂处理。而现有的设备几天只能处理一船货。像斯皮勒这样的大磨坊主通常只处理自己的货物。当时评价一船货的方法是将一立方英尺的小麦铺洒在地上，将虫子挑出来。虫粒必须在一定数目，比如在30个以下。结果再一次证明凯恩斯的意见绝对正确：每一船货物都必须经过除杂，处理这批货用了一个多月，据我了解他没有赢利也无亏损，而我却经历了一个惊心动魄的星期一。那天我和一个朋友，斯比勒公司的经理共进午餐。他喋喋不休地抱怨小麦供应短缺，某个可恨的投机商却得到了下个月小麦供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应的大部分。我所能回答的是我是证券经纪人而不是做粮食生意的商人。

凯恩斯的证券大多是用借款买入的。这种长期持有非常集中的少数证券，大笔借款和过频地短期投机活动的投资策略带来了一系列问题。事实上，凯恩斯所经历的几乎每次资产净值的大笔损失都与这些因素密切相关。当我们考察到凯恩斯在下述两个时期的经历时，这种因素作用就会变得更为明显。

表 4 1920—1945 年间凯恩斯投资收益表

年度	英镑红利（毛）（英镑）	美元红利（毛）（美元）	英镑资本收益（英镑）	美元资本收益（美元）	外货币投机（英镑）	商品投机（英镑）	其他投机（英镑）	其他
1920	815	–	-602	–	-10632	–	–	–
1921	885		-1638	–	9677	2155	–	–
1922	346	–	-1180	–	3335	6729	13	–
1923	654	–	3618	594	4946	13702	299	65
1924	1581	–	1038	–	4817	15245	610	103
1925	2649	250	-356	–	-335	-5627	-2298	142
1926	1804	400	-3333	–	419	6570	–	124
1927	2119	500	850	–	188	10525	–	146
1928	2791	100	4325	3250	–	-23267	–	252
1929	1517	–	3440	–	–	-90	–	78
1930	2190	–	-973	–	–	-3009	–	48
1931	2470	–	1583	–	–	1550	–	35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续　表

年度	英镑红利（毛）（英镑）	美元红利（毛）（美元）	英镑资本收益（英镑）	美元资本收益（美元）	外货币投机（英镑）	商品投机（英镑）	其他投机（英镑）	其他
1932	1078	-	-4044	-443	-	404	-	20
1933	1805	-	33	11142	83	2364	-	25
1934	3056	8251	20559	-799	-466	8820	-	151
1935	6191	11039	22404	5600	-2092	-4304	682	204
1936	11795	19217	30169	92432	12362	36009	407	373
1937	17353	37884	54884	234097	1056	-8141	-2299	546
1938	5961	13997	-18572	-140819	-1844	-3612	-315	504
1939	3209	5555	-3548	30900	-1668	-3138	-554	544
1940	8189	8241	1005	3517	-	-	-	797
1941	12729	1527	-58	-62923	-	-	-	748
1942	11074	1112	11432	-	-	-	-	978
1943	8657	879	7925	12183	-	-	-	863
1944	11402	548	-838	-	-	-	-	1152
1945	5156	2277	9052	56766	-	-	-	863
总计			137175	245497	19846	52905	-3455	

a. 选择权、申购新股　　b. 未列出证券收益

(a) 1928—1931 年

1929 年 9 月，证券价格在经历了 18 个月的高位后，突然下跌。此时凯恩斯刚刚渡过困境，资产仅为二年前的四分之一。

凯恩斯的困境起源于商品市场。到 1927 年底，凯恩斯已在商品交易中闯荡了六年。由于税收缘故，从 1926 年 4 月起，凯恩斯开始以蒂尔顿公司的名义进行商品和外汇交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6 凯恩斯有价证券投资组合 1920—1945 年(按市场价计算)

年度	总比例 %						非上市英币证券	上市证券比例 %				
	英镑普通股	英镑优先股	英镑债券	美元普通股	美元优先股	美元债券		英币证券	美元证券	普通股	优先股	债券
1920	94.9	–	5.1	–	–	–	–	100	–	94.9	–	5.1
1921	80.8	–	11.2	–	–	–	8	100	–	81.8	–	12.2
1922	62.0	–	16.0	–	–	–	22	100	–	79.5	–	20.5
1923	82.7	10.3	–	–	–	–	7	100	–	88.9	11.1	–
1924	91.7	3.0	–	–	–	–	5.3	100	–	96.8	3.2	–
1925	85.5	0.9	–	–	3.2	–	10.4	96.4	3.6	95.4	4.6	–
1926	81.7	–	–	–	4.8	–	13.5	94.4	3.5	94.5	5.5	–
1927	71.5	–	23.5	–	2.0	–	2.9	97.8	2.2	73.7	2.1	24.2
1928	75.4	15.8	1.1	–	–	–	7.7	100	–	81.7	17.1	1.2
1929	80.4	2.2	4.6	–	–	–	12.8	100	–	92.2	2.5	5.3
1930	90.0	–	1.8	–	–	–	7.3	100	–	98.1	–	1.9
1931	77.1	4.6	3.8	–	–	–	14.5	100	–	90.2	5.4	4.4
1932	29.5	1.2	51.2	10.4	0.3	–	7.4	88.4	11.6	43.1	1.6	55.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度	总比例%						非上市英币证券	上市证券比例%				
	英镑普通股	英镑优先股	英镑债券	美元普通股	美元优先股	美元债券		英币证券	美元证券	普通股	优先股	债券
1933	66.7	4.0	10.4	5.9	3.6	-	9.4	89.5	10.5	80.1	8.4	11.5
1934	48.9	3.2	16.6	11.9	9.5	0.2	9.7	76.1	23.9	67.3	14.1	18.6
1935	48.7	5.4	1.6	16.8	18.7	0.2	8.6	60.9	39.1	71.7	26.4	1.9
1936	35.7	2.2	20.3	16.8	21.0	0.1	3.9	60.6	39.4	54.6	29.2	21.2
1937	47.5	1.7	3.5	26.6	16.4	1.0	4.1	55	45.0	77.3	18.9	3.6
1938	40.8	5.6	3.6	19.9	20.0	1.3	8.7	54.8	45.2	66.6	28.0	5.4
1939	24.8	15.9	20.2	19.6	11.1	0.1	8.2	66.3	32.7	48.4	29.4	22.1
1940	29.5	22.3	5.6	14.8	15.1	0.2	12.5	65.6	34.4	50.6	42.7	6.6
1941	37.5	33.6	6.5	4.8	3.5	0.3	13.7	89.9	11.1	49.0	43.0	2.9
1942	52.1	26.2	0.12	3.4	2.0	-	16.3	93.5	6.5	66.3	33.7	-
1943	51.3	21.3	0.1	6.5	5.3	-	15.4	85.9	14.1	68.3	31.4	0.2
1944	58.2	16.9	0.1	5.5	5.3	-	13.9	87.3	12.7	74.0	25.8	0.2
1945	65.6	12.2	-	7.6	0.8	-	13.8	90.3	9.7	84.9	15.1	-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到 1927 年 12 月 31 日的第一个财政年度，公司保持前期增长的势头，实现利润 16000 多英镑。事实上凯恩斯在 1927 年底向公司借款 7500 英镑用于其他金融活动。

第二年蒂尔顿公司经营出现困难，赢利变成了亏损，凯恩斯的 7500 英镑贷款增加到 15000 英镑。公司全年亏损 23000 英镑，其中 15185 英镑是橡胶的亏损。此外，谷物、棉花和锡也有大额亏损。

凯恩斯在橡胶上的大量亏损与斯蒂文森橡胶项目的结束有关。这个项目在 1922 年开始实施，包括锡兰（今斯里兰卡）、马来半岛和直布罗陀海峡，但不包括荷属印度。

在 1927 年底，凯恩斯握有 7 份期货买入合同。其中将在 1928 年 4 至 12 月期间交割 177 吨，1929 年和 1930 年各 12 吨到期。买入价格在 1 先令 8.25 便士至 2 先令 6 便士之间。在 1927 年 11 月 1 日到 1928 年 1 月 31 日的 3 个月间，橡胶的现货价格平均为每磅 1 先令 7 便士多一点，期货价格则稍高。但在 1 月份价格稍稍有所下降，2 月初每磅橡胶的现货价格为 1 先令 6.5 便士。2 月 9 日，鲍得温首相在下议院宣布他已要求国内研究委员会评估出口限制项目的实施情况。橡胶的现货价格应声而落 1.5 便士，并对期货价格产生影响。在委员会辩论期间价格再度趋于跌势。至 4 月 4 日，每磅现货价格仅为 1 先令多一点。当政府宣布已经受到了委员会的报告并将在 1928 年 10 月 31 日解除限制后，价格立刻进一步下跌。在 1928 年余下的几个月里，现货降到平均每磅 8.5 便士至 9.5 便士。

图 1 显示了凯恩斯在 1928 年商品市场上亏损的情况。由于这些亏损，他需要进一步借贷才能继续经营。当时他拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的大部分证券都是靠借贷买进的。于是从三月份起他开始减轻仓位。但是四月份出现了更为困难的局面，他的经纪人要求支付20%的商品期货保证金，而不是在这以前的10%。一个多月后，他们再次要求增加证券期货保证金。在这些压力下，凯恩斯大量出售证券。八月份，他又一次陷入保证金不足的困境。正如图1所示，于是他又大量抛售，这种状况持续了整个秋天。事实上，从四月初至年底，他净售出证券额超过45000英镑。

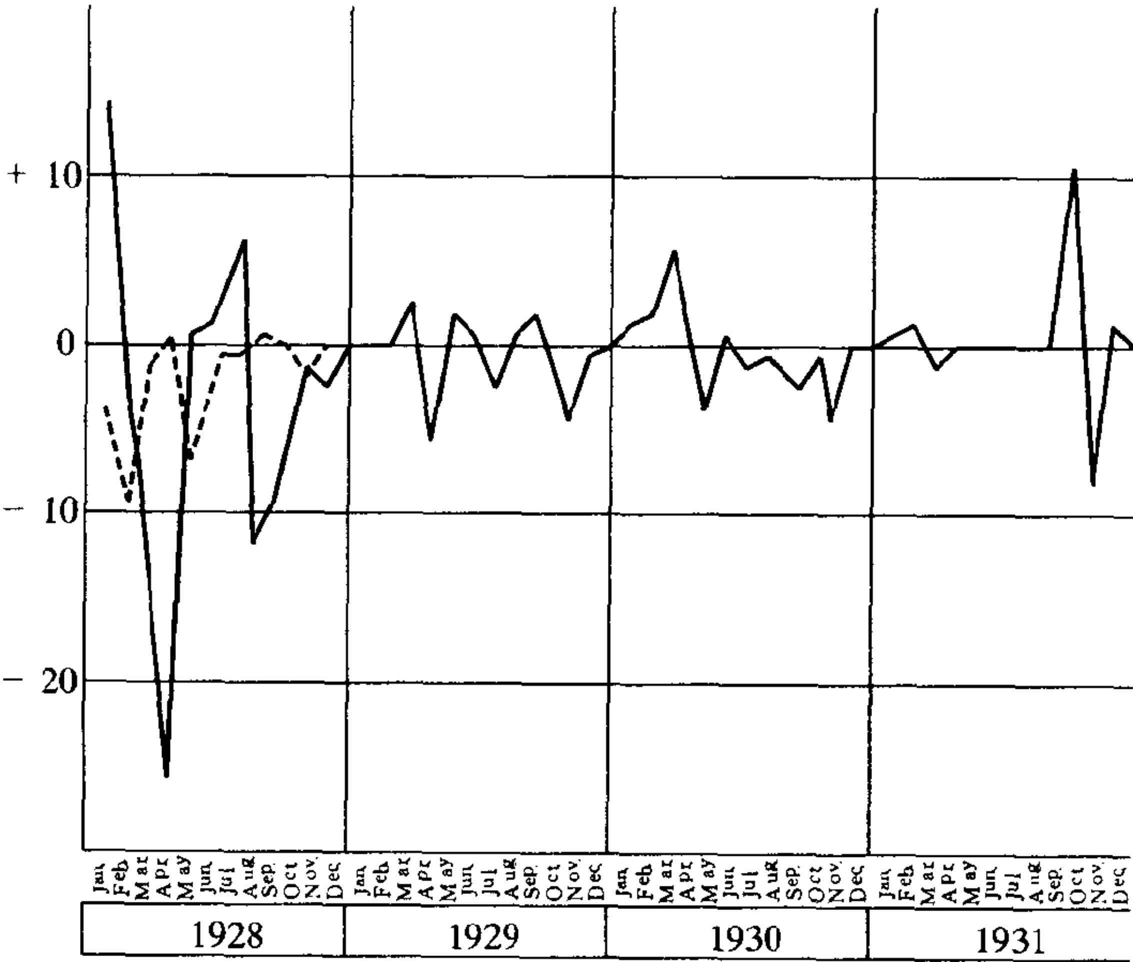


图1　显示1928—1931年间每月净交易额和每月商品交易收益（1928年，以英镑计）。

证券——　　商品- - -

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然凯恩斯1929年在商品市场的困难要少一些，但他一直遭受还款和保证金压力的困扰，以至于几个月后，为弥补保证金的不足，他再次集中抛售。在年底行情开始下跌时，凯恩斯获利了结，这一年他总体收益仍然相当可观。由于凯恩斯的年终抛售，其投资组合显得不太平衡。因为他持有奥斯汀汽车公司的股票太多。该股1928年从21先令跌到12先令，1929年再跌到5先令。由于他到1928年1月仍持有10000股，明显地影响了他的总体投资效益。但在1930年4月份股价回升到35先令时，凯恩斯卖出2000股。到年底该股升至28先令3便士，凯恩斯收益大增。

1930年初的几个月市场价格回升，凯恩斯作为净买入者进行了小笔投资，四月以后，他又再次售出。从1930年10月13日以后，他的交易活动基本停止，从这一天到1931年9月23日，他的交易量只有2676英镑。凯恩斯于1931年2月致国民互助人寿保险协会一份简短备忘录中解释了他减少交易的主要理由。

1931年2月18日致国民互助人寿保险协会备忘录。

马克斯先生曾要求我向协会提供一份反映我总体投资观点的简短备忘录，我的意见如下：

1. 目前市场恐惧心理弥漫。价格与最终的价值，甚至与对合理价值的预期相去甚远。市场价格受制于莫名其妙的焦虑，偶然性的市场，以及因缺少买盘而无法及时套现的担心。正如市场看好时很多人不仅乐意根据一年的收益估价股票，而且设想收益会按几何级数增长。如今市场不好时，他们也会以现在的收益估价资本价值并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设想收益时按几何级数减少。

2. 在这个历史罕见的经济衰退时期，指责恐惧与焦虑是荒谬的。正如我反复说过的，我认为1931年的前景极其暗淡。的确这极易使人感到恐惧，并为恐惧找到合适的理由。

3. 但我并不因此而认为一个负责任的投资人每个星期都会在他的投资组合中惊恐地找到新的牺牲品，并随时准备逃之夭夭。利益与责任所指出的是另一条路。我认为随后的几个星期，那种所谓的英镑抽逃、半抽逃，或抽逃英国政府债券的现象并非不可能出现。但我坚信不会持久。而且我们也没有理由率先出逃。如果大多数保险公司和投资公司选择离开市场时，那么从某种意义上说，它们可能是对的。快进快出的人总能赚钱。但由此产生的市场震荡对任何人都不利。所以更为明智的选择是相对保持不动，静观市场变化。

4. 更重要的是，目前的颓势在任何时候都可能骤然变化。我们面临的基本面因素十分有利。例如，新的税种，政府改组。而未来一切不可预见的事情都可以使人们一夜之间猛醒：市场上的价格曾经是那么低廉，再回到市场上却发现已经销售一空。

5. 因此我相信，除非有非常特殊的理由，我们不应再出售证券。这一点我感到十分自信。因为近来我刚刚全面分析过我们的投资组合。即使价格进一步跌落也只能是我们坚决不卖的理由，而不是相反。总的来说，我们投资组合是经过深思熟虑的。

6. 这并不意味着万一市场大幅回升时我们不应有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的考虑，如果由于政治方面的原因，市场骤然升温，或华尔街仍然出现以往的春季升势，因而有人利用大大高于目前的价格买入之时，我会重新仔细考察我们的策略。但目前我们最好的座右铭是“保持安静”。

(b) 1937—1938 年

这两年对研究凯恩斯来说极为有趣。我们不仅有他两年来的交易记录，而且有比任何其他时候都完整的关于形势发展的陈述。这一巨大的财富得于创造，是因为他身体欠佳，没有参加诸如皇家学院和保险公司，尤其是普鲁文希尔公司的会议，从而使他有机会把自己的观点付诸文字。

到 1936 年底，凯恩斯可以满意地回顾自己极为成功的几年投资经历了。他的净资产总额在 3 年内增长了 450000 英镑。他在货币和商品投机生意中 12 个月内获取资本收益 48000 英镑。1937 年底，他在华尔街和舰队街进行大量交易，继续借贷买入有价证券，总贷款额达 30 万英镑。而在其后的两年中，他的资产净额减少了三分之二，无论是商品和货币两方面都出现大面积亏损。

到 1936 年底，正如凯恩斯在 12 月 3 日与普鲁文希尔公司执行董事司各特谈到的那样，他对未来持谨慎乐观的态度。

以下选自 1936 年 12 月 3 日他致 F.C. 司各特的信。

我的感觉是在以后几个月中美国市场的复苏将是不可阻挡的趋势。就我们目前可以看到的情形而言，在年底前大幅度调整投资策略不失为明智的做法。

假如美国市场大幅度复苏如期而至，其影响将比任何其他因素都有利于保证市场的持续稳定恢复。尤其是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国市场的进一步复苏会给商品市场带来更为决定性的转机。据我看来这种可能决不是没有。如果外部环境没有本质变化的话，我对美国能否靠自身的力量走出困境持怀疑态度。然而，由于美国市场带来的商品市场价格劲升将有助于整个市场局势的改观。

至于应对美国证券采取的应急对策，我现在考虑尽快出售一些我们一直拥有并表现良好的优先股，其中一部分获益可再投资于(甚至可以提前进行投资)那些预期收益较低的低价证券，如某些投资公司的普通股。我们已经持有相当数量这种类型的股票，但还不够多。当市场看跌时，这种股票是毫无希望的。然而正因为如此，低价股才是必要的投机品种。以上作为策略你感觉如何？我的感觉是，应当在至少6个月内尽力参与美国市场。如果我们能够以较少资金购入低价普通股，那不失为明智之举。

凯恩斯此后几个月的交易，可以从下表列出的每月英镑和美元证券的交易及所实现的商品交易的利润中反映出来。图2显示1937年最初的几个月中，凯恩斯大量进入美国市场并在商品交易中赢利颇丰。到5月初，他似乎决定稍稍减少在美国市场的仓位。这时，他因心脏病发作，退出市场一个多月。但从6月下旬起，他又有限度地恢复了交易活动。

在这一阶段，凯恩斯的商品交易出现了问题。当月有2962英镑的小额亏损，而账面的财务状况更令人忧虑。

到6月25日为止的一周内净亏损累计10353镑，其中大部分亏损来自两份分别为3400000磅猪油和2400000磅棉籽油的期货合同。皇家学院也同样大批买入了这两种商品。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

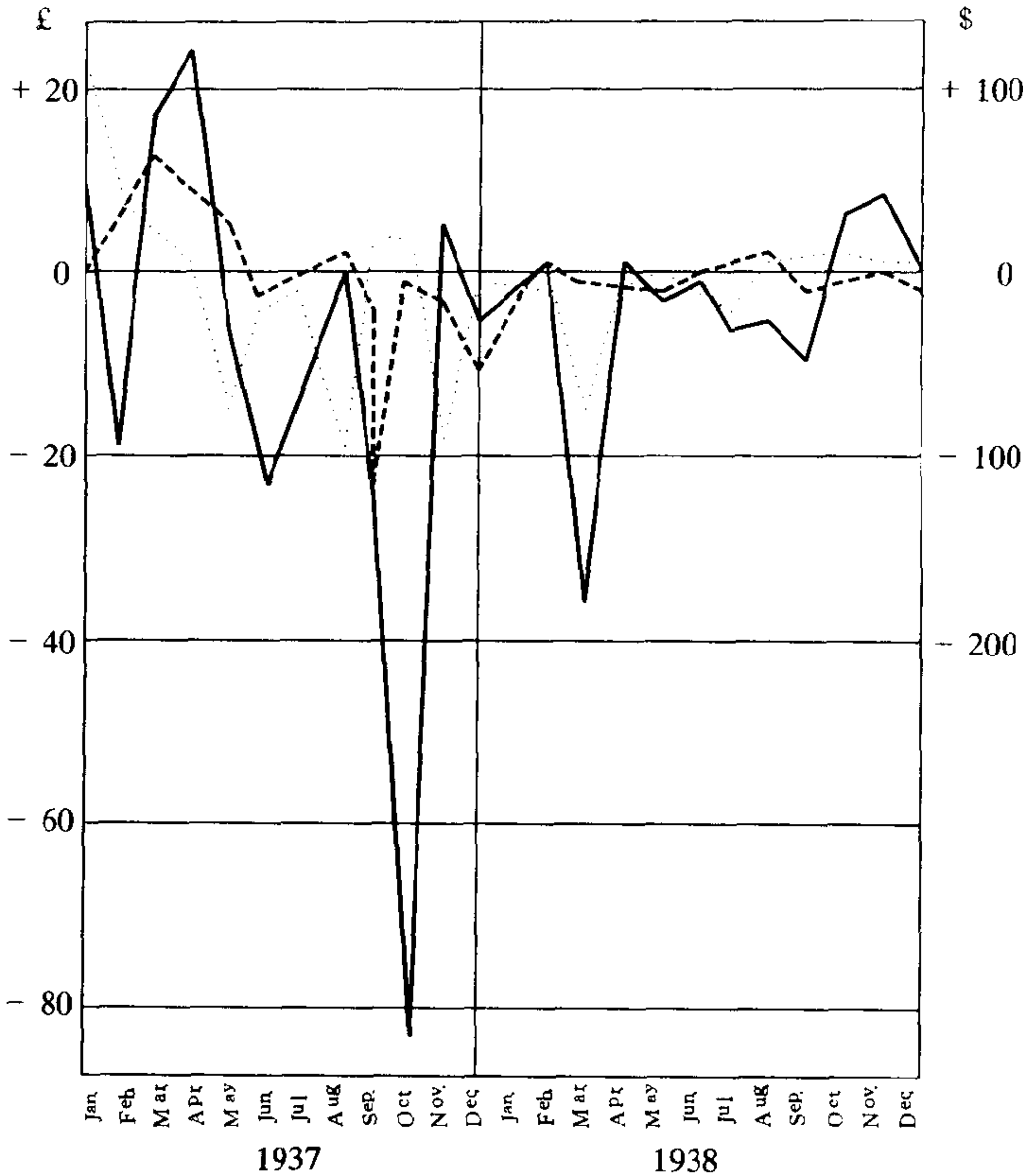


图 2　1937—1938 年间每月证券净交易额和商品交易净收入。

英国证券——;商品- - -;美元证券……

在这一点上,凯恩斯并不担心。他在 1937 年 6 月 30 日致信皇家学院助理财务总监理查德·卡恩的信中说:

我从利迪亚(Lydia)那里得到消息,他一直在关注着瓦尔拉均衡理论在小麦和猪油上的反应,他仍旧更看好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

温尼伯——芝加哥复合选择权的交易。因此，我们可以将收盘限额提高到 20 点。

他暂时仍然看好猪油，但对棉籽油持怀疑态度。他认为，虽然任何人目前都不能准确预测棉花的收成，但棉籽油的下跌最终将殃及猪油。

我更倾向于放弃棉籽油而转向猪油，但不必匆忙行事。你可否限价购入一份价格为 11.75(50000 英镑)、12 月到期的猪油合同，并相应卖出一至二份棉油合同？或者以 9.25 的价格卖出、9 月到期的棉籽油合同(60000 英镑)，同时买入一份猪油合同？

第二天他又要求卡恩继续买进猪油，这种作法一直延续了几个月。参见以下信件：

1937 年 10 月 26 日致 R.F. 卡恩。

我的观点是 1936 年 10 月所作的预见现在正变为现实。由于猪油比起其他的生猪产品相对便宜。人们使生猪产品尽可能不以猪油的形式出售。所以一头猪的猪油产量比正常情况要低得多，猪油的供货短缺因此更为明显。而同时，价格尚未高到使人们开始大量使用替代品。所以目前的市场消费量完全正常，大约是产量的二倍。

如果皮埃罗曾经见过猪的话，他就会知道活牲畜不能被冷藏起来等到饲料便宜再处理。生猪一般在 8 个月左右就要出售，也没有必要给要出售的猪喂便宜的玉米。可能出现的情况是猪的重量不够。如果 9 月底卖的猪在 6 个月时上市稍嫌重量不足，那么就再养两个月。但如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果重量不足的猪的售价很令人满意，不像猪油售价那么便宜，多喂养几个月也就没有什么理由。

另一方面，我应想到皮埃罗的观点也有一定道理，那就是如果现在的猪大都很小，那么明年5月份供货不成问题了。但市场似乎不接受这种猪油出现期货升水的观点。

附表：

单位：万磅

	消费和出口	生　　产	存栏减少
8月	7300	3500	3800
9月	9100	4500	4600

我对于消费的估计似乎高于实际。猪的屠宰量只下降了20%，但每头猪的猪油产量却减少了25%，因而猪油的产量降低了40%，但消费和出口却增加了。

J.M.凯恩斯

1937年10月皮埃罗致R.F.卡恩。

1936年10月对于买入的理由是，由于猪的存栏数急剧增加，人们一定会屠宰大量小猪和母猪。真要这样的话，到春天就没有能够产出猪油的猪了。目前，每磅没有入库的猪油将被加肥至2—10磅，这些加肥的猪油将在几个月后进入市场。有库存的猪油越少，猪身上的猪油就越多。

凯恩斯坚持自己的观点，以致持续亏损。到1937年底，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

猪油的亏损达到27210英镑，棉油亏损则超过17000英镑。

相对而言，凯恩斯这段时期的证券交易不够活跃，正如他在7月17日与理查德·卡恩所谈到的。

目前我并不热衷于卖出，虽然我预计美国市场有一天会跌一点(如果能像华尔街的绅士那样在市场下跌时赚钱该多么好！这一定是那些人如此富有的原因)。

到8月末，他更为悲观。8月20日，他戏称自己改变观点为“酸中毒”。他对市场会在秋季大幅回升信心依旧不足。到8月26日，他完全处于一种被“清盘”时的心情，他在9月2日对卡恩说：

几年来，我总是觉得在衰退期仍应坚持守仓，前提是你的组合是正确的。你能做的事只是等待。因此只要我认为支付保证金不成问题，我并不感到不安。但今天我的感觉不同。即使有能力支付保证金我也不想大笔借贷了。我还没有到看空的地步，但的确不再倾向于靠借款大干。而大幅降低贷款比例也是一个冗长且困难的过程。另一方面，昨天美国市场的价格似乎在不合理地下跌。

两天以后，凯恩斯在病床上致信司各特，更为详尽地阐述了他自己的观点。

1937年9月4日致F.C.司各特。

亲爱的司各特：

如果一切顺利的话，我将在本月的最后一周离开这里，并有希望参加10月下旬的董事会。如果会议能够在星期四而不是在星期三开的话就更好了，因为星期三国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民互助人寿保险协会也有会。

同时，由于我看问题的角度有了较大的转变，我想尽力描述一下目前的感觉。

我不认为贸易和就业的大萧条就要到来。相反我仍相信今年秋季和明年春天。美国更可能出现某种经济复苏。如果美国和这里继续缺少复苏的势头从而导致某种程度上的经济不景气，那么我想这种不景气不会发展成为严重的经济萧条。至少在美国肯定如此。而这种经济衰退对未来的历史学家来说可能不过是经济上升过程中的一个小插曲。从此意义上来说，我的悲观情绪暂时还不严重。

尽管这样，对于市场我却远远没有以前乐观。我感到市场走强需要的不仅仅是相对合理的交易，还需要不断有新的刺激。市场对经济衰退极为敏感，即使只是上述一些似是而非的表面现象也会引起市场不安。我认为在一段时期内左右市场的将是一种我曾经称之为“变现倾向”的力量。几乎所有的投机半投机证券持有者都认为迟早会再爆发一次经济危机。那时，他们的证券将不可能保持目前的价格。鉴于经济复苏已经持续了相当长的时间，他们几乎是歇斯底里地等待着恶梦的到来。此外，国际形势也煎熬着他们的心，这也不奇怪。在美国，各种政治因素的变化不管正确与否都容易打击人们的信心。有鉴于此，我认为除非形势发生实质性的变化，原则上说市场不可能大幅上扬。许多人期待复苏是想找机会离场。另一方面，市场的反反复复究其原因可能各有不同，但的确是正常现象。因此，即使交易相当正常，投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和半投机市场存在的恐惧仍然大于希望。

任何一个指望在价格上扬至历史高位再变现的人，一定是认为市场上持过分乐观态度的人总是多于过分悲观的人。我的感觉是，在较短的时期内，市场将出现的错误无疑是过分悲观，价格将低于潜在的经济形势可能产生的影响。

1．我认为就目前价格的前景而言，美国的前景比这里的要好。美国市场下跌的量也许较大，但回升会更强劲。如果明年四月前市场仍无所作为才是奇怪的事。

2．至于黄金的证券，我感到有限度地乐观。对我来说在目前的情形下黄金价格下跌不可思议。只有在市场繁荣或商品价格暴涨时才会出现黄金价格的变化。我认为就黄金目前的收益率而言，仍超过投资其他品种，不失为抵抗悲观的良策之一。

可能我还应当再指明一种具有影响力的因素，即比较丰富的黄金储备，在长久看来必定是有利的。但我目前的感觉是它的作用可能会被延迟。我的预见是，在丰富的黄金储备发挥作用之前衰退将会到来，但势头不会太凶猛。如果未来的两年内，有中等程度衰退出现的话，目前封存的黄金就会进入市场，同时利率也可能降低。这样，我认为在下一次经济循环中（不是这一次），大量的黄金将防止经济不景气发展为萧条。这就是为什么我预见较之于贸易和劳动力市场，金融市场会出现更大的价格波动。

当然，如何根据以上观点正确把握目前的投资策略是另一个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你忠实的

凯恩斯

为减轻仓位，凯恩斯做了大量工作（如图2所示）。有时，某个美国公司看起来价格低，他便自称“像个专找便宜货的胆小鬼”一样重新有节制地买入。大量卖出后他可能感到轻松些，因为在9月底，经纪人又要求凯恩斯增加保证金。最初借贷的100000英镑保证金是30%；再增加的贷款保证金不低于50%，但从1938年4月1日起他们要求所有贷款一律付50%的保证金。这种压力，加上股票价格的状况，使凯恩斯更愿意卖出。但到11月中旬，他变得乐观起来。正如他在11月6日与国民互助人寿保险协会的G.H.莱克尼尔所谈到的：

当然，合适的卖出时间是在春季，但时机很难看准。8月份比较容易看出下跌的迹象，当时售出也不太晚。

但10月份机会已经过去。对今天的价格我已不感到恐惧。

凯恩斯很快又失去了自信。他在1938年1月6日写信给理查德·卡恩时说：

在实际操作中，我发现自己在矛盾中犹豫不决，倍受煎熬；我认为还应坚持守仓等待近期的上涨，但对中期极度看空，长期的信心则比较坚定。如果华尔街的跌势再持续一二周的话，我想你会看到我大规模平仓。

此后市场进一步下跌，以及新的保证金制度开始实施，凯恩斯在3月29日向理查德·卡恩谈及他的状况：

上周的一段时间对我来说是相当焦虑的时期，因为我仍旧持有大量美国的证券。一些股票的价格也令人不解。总的来说在过去两周内，我售出了大约40000至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50000英镑的证券(在市场上卖了相当一阵子)。我自己大部分的证券在我自己的手中,没有委托给经纪人。

连续而焦虑不安地用电话工作对身体不利。但我还是挺过来了,而且感觉不错。

此时华尔街渡过了最困难的时期,而伦敦则还需几个月才能恢复生气。但重要的是,凯恩斯再度信心十足。

1938年5月13日他在致R.H.卡恩信中说:

如果我此时出售美国证券,目的是什么?

(1) 重新买进以图赢利;

(2) 重新买入,但因牛市已确立可能亏损;

(3) 不重新买进;

(4) 等于帮助券商支付管理费;

(5) 享受参与还是乐趣?

其中只有(5)对我有吸引力。(3)是第二选择。但这样做是否过早呢?

你劝我做的有利可图的鸡饲料交易,实际的亏损大约为5000英镑。关于城市公用事业(电力及照明)的那笔交易我已经赚钱了。

随着市场困难局面临近尾声,凯恩斯投资方面的观念更加富于哲理。他在一系列的备忘录和信件中记录了自己的思想。这些文件与凯恩斯代理的皇家学院和保险公司的经济活动密切相关。但我们还是先看看凯恩斯的其他经济活动。

Ⅱ. 凯恩斯与伦敦金融界

凯恩斯的大部分经济活动都与他和O.T.弗克的友谊有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关。弗克1917年曾在财政部一处兼职，并和凯恩斯等人共同创立“星期二俱乐部”。该俱乐部为伦敦金融界人士、政府公务员和经济学家提供餐饮和会议服务。弗克步入伦敦金融界时担任的是国民互助人寿保险协会的保险统计师、布克玛斯特和莫尔证券公司的合伙人。1932年以后是O.T.弗克合作公司(投资咨询公司)的合伙人。

凯恩斯与伦敦金融界的联系起初是担任国民互助人寿保险协会董事。1921年5月起担任协会主席，直至1938年辞职。他与弗克创办的一系列的投资公司都有关联，包括A.D.投资公司(1921年1月)、P.R.金融公司(1923年1月)、独立投资公司(1924年1月)。1923年底，凯恩斯加入普鲁文希尔保险公司董事会，起初在投资政策方面协助弗克，但后来完全取代了弗克。

在20和30年代，凯恩斯与弗克的关系曾出现起伏，两个人都有极强的个性并倾向于坚持自己的立场，无论从公司的规定还是有关弗克对客户的态度的传闻都表明弗克不喜欢任何人干预他的投资事务，他坚持维护自己不与客户商量投资的权力。虽然两人保持了终生的友谊，但自1929年起双方的观点发生了明显的分歧，操作风格也不同，双方即使有可能合作，也相当困难。因而1938年后，除了由他人控制的独立公司外，他们中止了所有的业务往来。

在介绍凯恩斯金融活动的时候，我们不可能详尽地介绍每一家公司。实际上也没有这个必要，因为凯恩斯并不是在每一个公司都参与很多业务。同时，大多数情况下，凯恩斯并不能随心所欲地制定自己的投资方针，因为从某种意义上讲他是弗克的低级合伙人，在其他公司里只担任董事，并不太多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涉及投资方针。当然也有例外，我们首先来考察 P.R. 金融公司。

a)、P.R. 金融公司

这间公司创立于 1923 年 1 月，拥有每股为 1 英镑，总计 15000 英镑的原始资本。最初的董事是弗克（董事长）、凯恩斯、鲁彼特·条顿和 W.H. 哈斯拉姆。条顿和哈斯拉姆于 1927 年退出，M.B. 卡特（弗克公司的一个合伙人）加入了董事会。公司希望像早些时候建立的 A.D. 投资公司那样为公司发起人朋友们提供一种增加资本的途径，同时并不稀释原有股份。公司保存至今的公司股东名单中可以看出公司的个人色彩，以及股东的情况：

克莱夫·贝尔（3000 股）、大卫·甘内特（2000 股）、罗杰·弗莱尔（2000 股）、利顿·斯特拉奇（500 股）、W.L. 布朗（2000 股）、乔弗雷·凯恩斯（1200 股）、J.N. 凯恩斯（2500 股）、A.V. 希尔（1200 股），其他人包括乔弗雷·弗莱、安德鲁·麦克法德因、J.C.C. 大卫德森（都是凯恩斯和弗克的财政部的旧同事），F.C. 司各特和乔弗雷·马科斯。凯恩斯开始时持有 300 股，1927 年 12 月购进 2200 股。

开始时公司似乎很成功。在 1923、1924 和 1927 年都有分红。但在 1928 年，公司的主要业务商品投机受挫。公司在 1928—1937 年间出现了一系列亏损，分别为 30537 英镑、50659 英镑、15938 英镑和 1874 英镑。

经过第一年的亏损之后，P.R. 公司的管理层有了一些调整。凯恩斯负责管理公司三分之一的资产，大约相当于凯恩斯的朋友们投资的数目。弗克负责余下的部分。在随后的一年中，凯恩斯管理的 28000 英镑资金亏损 4000 英镑，而弗克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资金则从56000英镑锐减至20000英镑。两人业绩的差距一直保持了18个月。结果,弗克向凯恩斯交出了他所剩余资金的管理权,并按公司破产清算价格向凯恩斯售出了他的6000股股票,每股价格为2先令11.50便士,远远低于发行价格。

经过了不平静的几个月,弗克最终于1932年2月与他的合伙人一起退出了公司。这样重要合伙人中只剩下伊恩·马克弗森。弗克将创立自己的O.T.弗克合伙企业。公司解体带来的问题是,公司以前的客户,包括凯恩斯和P.R.公司是否还将通过公司进行投资业务。最初,布克马斯特和莫尔公司提出购买凯恩斯和他的朋友们在P.R.公司所有的股份,并由他们接手自己管理。凯恩斯断然拒绝。他说从道义上讲他本人有义务挽回朋友们的资本损失。这样,弗克和他的朋友们管理A.D.公司及其股权,而凯恩斯在布克马斯特和莫尔公司的支持下完全负责P.R.公司。弗克和卡特这两位布克马斯特和莫尔公司的前合伙人退出P.R.公司董事会。于此同时,凯恩斯又提出公司清理价格(每股3先令),从那些退出公司的人那里收回P.R.公司的25000股。随后他又买下弗克、卡特及其他两人的共计4000多股。在鲁彼特·条顿——凯恩斯以外的唯一董事的帮助下,凯恩斯开始重整旗鼓。1932年间公司的业务缓慢恢复,赢利5034英镑,净资产达21508英镑。随后的15个月,利润上升至81091英镑,资本净值则增加到102599英镑。最后,在1935年,公司自愿解散时,每位股东分得每股红利17先令7便士多一点。

b)、A.D.投资公司创立于1921年7月,原始资本为50000英镑,每股1英镑。公司创立初期的董事们都曾在财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政部一处工作，如：弗克(董事长)、凯恩斯、J.C.C. 大卫德森、乔弗雷·弗莱、H.A. 希普曼和鲁彼特·条顿。起初，公司办得很成功，很多股东在未稀释 A.D. 投资公司的股份的同时，用收益再度向公司投资。凯恩斯一直担任 A.D. 投资公司的董事，但 1927 年 11 月 23 日，凯恩斯售出了所持该公司的所有股票，他所留下的文件中也没有表明其原因。1923—1927 年间，A.D. 投资公司的年红利高达 10%，这是由于公司在 1921—1924 年间赢利较高。但是，弗克离开了布克马斯特和莫尔致使公司受到影响，并最终毁灭于 1929—1933 年的经济大萧条中。

c)、独立投资公司

独立投资公司于 1924 年 1 月开始定向募股。法定股本为 350000 英镑，每股 10 英镑。公司始创阶段的董事包括弗克、凯恩斯和 T.C. 吉福得。后者同时兼任爱丁堡几家投资公司的顾问和董事。独立公司的招股说明书清楚地阐明了创办该公司的目的。然而，尚无资料可以证实招股说明书出自弗克还是凯恩斯之手。

以下节选自独立投资公司的招股说明书(1942 年 1 月)。

创立本公司的目的已在合作人备忘录中阐明。独立投资公司旨在进行通常的投资业务，利用现有资本获取较高收益。独立投资公司不是不承担风险的个人认股的投资公司。本公司特别注重已被人们认可但尚未普遍实行的某些投资原则。目前，长短期证券、固定利息证券及一般股票的相关价值波动都受到信贷周期的影响。短期利率的波动对长期证券所产生的影响超出了应有的水平，因而，在信贷周期的适当阶段进行证券种类的转换可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以获取相当多的利润。在货币和商品及不动产之间的相关价值也呈现类似的周期性变化。这种变化可以在证券和股票的相关价值上体现出来。因此，本公司将本着选择适当时机灵活转换证券种类的投资原则开展业务。

投资的经验使我们确信，各种经济现象是依某种规律出现的。这种规律性足以使金融界人士在一些情况下预测信贷周期的某些发展趋势。

成熟的投资公司遵循稳健经营的路线。本公司的董事们也将遵循这条原则开展业务。同时也将在时机成熟时，灵活进行证券转换。当然，这并不意味着利用公司的资金盲目冒险，这将违背谨慎经营的投资风格。独立投资公司将精选个股，选择市场前景看好、在同行中领先的优质股进行投资，正确掌握并灵活进行证券转换的投资原则。本公司的目的就是建立这样一个组织，它能使那些没有能力或不愿时时亲身关注自己财富的个人投资者的资本，得到最严密的管理，并获得一切可能的投资收益。

1926 年，公司的核定资本达到了 500000 英镑，其中 420000 英镑为认股资金。1928 年 1 月，核定资本增至 1000000 英镑，每现存股转换为 60% 的优先股和 40% 的普通股。

独立投资公司起初的成功并不显赫。至 1929 年 3 月 31 日，每 100 英镑的普通股上升 63 英镑，而同期伦敦和剑桥经济服务机构所公布的普通股指数上升了 50.3%。这段时期独立投资公司的年红利率在 5%～7.75% 之间。

然而，独立公司没能逃过经济萧条的袭击。到 1930 年 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月 31 日，每 100 英镑的普通股价值跌至 34 英镑 12 先令 6 便士，随后又连续暴跌。

公司所面临的困境，与同期凯恩斯与弗克之间产生的分歧不无关系。1928 年夏，弗克认为当时利率已上升不少，明智的投资者应立即卖出普通股，买入国库券。于是他按此为许多客户操作。1929 年夏，他的观点又有所改变。他提出未来的市场在美国，所以应在美国而不是英国投资，并开始为客户操作。1929 年秋末，华尔街股灾后凯恩斯认为经济大萧条近在眼前，独立公司应卖出普通股偿还透支。弗克则持反对意见。由于他们二人各执己见，而另一位董事拒绝表态，董事会难以形成明确的意见。弗克仍旧自行其事地处理业务，使问题越来越复杂。起初，有人提出打破僵局的方法是扩大董事会，从而迫使弗克在公司政策方面服从多数人的意见。但凯恩斯认为，取得长期和睦的唯一途径就是他和弗克达成共识。扩大董事会的建议也未能实现，因为新董事刚刚上任就去世，而吉福德又从争论不休的董事会中辞职。时至 1931 年，凯恩斯与弗克终于达成一项建立新的董事会的决议。新的董事会将由三人组成：凯恩斯、弗克及他们二人可以接受的弗克的一位合伙人。只有董事会全体成员同意，才能形成决议，弗克的权力被限制在很小范围内。然而问题并没有就此了结，同时，市场的下跌走势意味着公司不得不抛出部分股票以弥补保证金的不足。

英国在 1931 年 9 月 21 日脱离了金本位制。随之而来的英镑贬值使企业面临着更多的问题。为从美国的低利率中获利，弗克在 1931 年用公司的美国证券作为保证金，在纽约借贷美元偿还英镑透支。1931 年 9 月 17 日，弗克又提出用英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

镑透支偿还贷款。第二天,凯恩斯拒绝了弗克的提议。

他在 1931 年 9 月 18 日写给弗克的信中说:

你的建议在目前情况下就是卖空英镑。我承认我并不清楚这是否有损于国家利益,因为这笔特殊贷款由英国人使用比外国人使用可能要好些。同样,我很清楚,在目前的情况下,一个机构不应涉足此类事情。我希望外汇交易得到控制,从而使人们没有选择的余地。同时,个人必须执行集体的决议,不管这个决议是否与个人的意见一致。我相信如果与股东们探讨这个问题。他们也会持有相同的观点。

贷款使公司的业务复杂化了,并给财务人员带来了麻烦。由于美国市场持续下挫,贷款保证金成为新的问题。为了支付保证金或减少贷款,公司被迫抛出不少未来赖于恢复元气的好股票。除过多贷款外,弗克与布克马斯特和莫尔公司分手也给公司带来不少麻烦。更严重的是,弗克抛开其他董事独断专行的毛病又犯了。由于大量资本损失,乔弗雷·马科斯和三位保险公司的经理,要求召开董事会,讨论公司的财务问题。结果,公司进行了重组。

发行公司债券 50000 英镑,由保险公司承销,增补外聘董事,聘任赫伯特·威格为投资经理。凯恩斯和弗克都留在董事会,但他们除在董事会上有建议权外,不参与管理。凯恩斯在 1937 年病愈后及 1940 年回到财政部后,很少参与公司事务。赫伯特·威格采取了传统的投资方式经营公司,使独立公司缓慢恢复。到凯恩斯逝世时,公司普通股的价值已回升至发行价格。目前(指成书时的 80 年代)该公司仍旧存在。

d)、国民互助人寿保险协会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯于1919年加入国民互助人寿保险协会董事会，并于1921年5月至1938年10月担任主席。担任主席期间，凯恩斯每年在协会年会上的讲话都成为伦敦金融界的重要事件，经常在新闻界引起争论。凯恩斯的言论也曾多次大大影响金边债券的价格。虽然凯恩斯的讲话摘录都编入了凯恩斯经济活动卷的历史资料中，我们仍旧在这本书里重印了他的一系列重要讲话。

凯恩斯在国民互助人寿保险协会任职期间，协会的董事会包括一些个性很强的人物。其中一位当然是O.T. 弗克，还有协会的保险统计师乔弗雷·马科斯（后任董事）、G.H. 莱克尼尔、C.T. 伯查尔、F.M. 柯佐恩、尼古拉斯·达文波特和沃尔特·莱顿。这些精英人物的组合加之弗克和凯恩斯坚持认为，协会应在工业股票投资和证券发行方面比同行更富进取心等，（如：协会原五年一次的业绩评估改为了每年一次）不可避免地导致了更多的内部矛盾。辞职和以辞职要挟屡见不鲜。在经济大萧条中，诸多不同意见蜂起。新建立起来的业绩评估制度也一派混乱，凯恩斯与弗克之间在投资策略方面的分歧陡然尖锐起来。在凯恩斯所保留的文件中，我们可以清楚地看到领导层中对保险政策有很多分歧。这是因为，参与意见的大多数人都是文件的起草人。关于国民互助人寿保险协会的投资策略方面，所存资料极少。原因之一是协会每周召开例会，因而从文件中难以清楚地看到凯恩斯在投资理论和实践方面的个人影响力。

凯恩斯关于国民互助人寿保险协会的信件中，或许最有趣的就是他在1937—1938年经济不景气的余殃中所写的那部分。1937年，国民互助人寿保险协会的账面显示，资本损失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

641000 英镑，当时临时代理凯恩斯出任主席的柯佐恩提议举行关于投资策略方面的讨论，并要求进一步抛售股票。凯恩斯对此后发生的事深感不满，并试图通过信件对董事会进行约束，但未能达到效果。3 月 14 日，柯佐恩写给凯恩斯一封长达 14 页的信，对几个月来的投资策略提出批评，并建议进一步卖出前景不明朗的股票，3 月 18 日，凯恩斯作答如下：

亲爱的柯佐恩：

感谢你的长信，我当时正期待你的意见，所以很高兴看到你详尽阐述你的总体意见。我承认，由于沟通不够，信息不足，我的一些批评可能是无的放矢。

我的态度基于以下几点。在面谈之前，相信你会部分同意我以下的意见：

1. 我不相信低价抛出是对没能在高位时出手的一种补偿。对我如果有什么批评意见的话，不可能是关于去年 8 月前的抛售。因为事后可以清楚看出，当时的低抛不失为一种有力的措施。即使现在回忆起来，除非有特殊的预见才能，我们当时的做法也并不违反情理。我本人也认为，英镑证券在春季时已上升至最高价位。但我错过了这个机会。开始由于黄金，后来是国防税恐慌我始终没有出手。我当时认定这两者对市场的影响是短期的，因而只需等待便能万事大吉。随后就出现了美国市场的暴跌，其速度之快，范围之广，无人能预见，而在市场暴跌后没有抛出，我认为无可指摘。价格不合理地跌至合理价值以下时，往往会经历一段长时间的沉寂。此时弥补以前的失误已为时过晚。正确的选择是静观不动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 市场已走向低谷而手中仍持有股票，对此我并不感到汗颜。我并不认为，一个机构或一个严肃的投资者应在市场下挫时随时准备割肉斩仓，或者一旦手中的股票下跌就陷于自责。这样做既不是他的业务，更不是他的责任。我甚至说，一位严肃投资者的责任就是时常平静而不自责地接受手中股票的贬值的现实，此时任何其他作法都是反社会的，是毁灭信心的，是与经济体制的运行所不相容的。一个投资者的目标或者说应有的目标，应当是长期收益，这也同时是评价投资者的唯一依据。在市场全面下跌而手中仍持有股票证明不了什么问题，也不应因此而成为遭受批评的把柄。至于在市场进入低谷前，我们就应已经全部抛出股票，换成现金，这种想法不仅异想天开，并且有损于整个体制。我相信在这一点上你我也有共识。但由于这是我的基本观点，因而在这里再一次阐明。

3. 我认为我们的投资收益并不很差。我自己也一直在总结以往的投资收益，并与我所了解的其他公司的收益进行比较。莱克尼尔曾帮我进行了调查。我想他也会同意，我们的投资诚然不出色，然而决不很差。据我判断，我们的收益与其他公司相差无几。以波鲁丹谢尔公司为例，它持有大量普通股，他们的收益仅稍高于我们，但差距微乎其微。另外，如果与一个时期的市场指数相比，我们的收益则高出一筹。

我们的表现远远超过指数的增长，体现了我们的管理能力，也证明了保险公司进行建设性投资的能力。如果我们从事股权投资，大的波动则是不可避免的。经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衰退肯定会损失部分利润。业绩的评价必须从运作的全过程来判断。对此我们已经初步获得成功。另外，如果我们没有进行股权投资，或者会对于低利率的盈利感到满足，或者受到其他的诱惑，冒其他的风险，收益前景也许远远大于股权投资。

正如我开始时所说，我认为夸大我们之间的分歧是很容易的。我确信，你对以上意见与我会有不少共识。你与董事会的某些其他人不同，你曾多次支持稳健的发展策略。而一个主要的分歧意见是你不赞成最近几年来整个业务的转向。我相信，如果进行全面业绩比较的话，你将感到极大的安慰。

你的忠实的

J.M.凯恩斯

然而，由于1938年第一季度协会资本损失高达231000英镑，及罗斯福总统提高公共开支的决定，柯佐恩的悲观主义倾向进一步加剧。他坚持抛售证券的方针不变。此时，O.T.弗克也坚持看空普通股，并认为美国市场也将低迷。对此，凯恩斯发表了一系列见解。

1938年4月30日致G.H.莱克尼尔。

亲爱的莱克尼尔：

我收到了你4月28日的信谈及弗克坚持看空的观点和依据。仅一封信不可能把这个问题阐述清楚，但他的看法确实没有说服力。我认为似乎你的意见更为合乎道理。

至于这个国家，我绝对看不出有任何理由会出现什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么样的灾难。而就市场对于政府预算的反应而言，那种认为由于政府财政状况将导致信心危机的观点纯属杞人忧天。毫无疑问，政府支出将防止近期内商业出现超过目前水平的严重衰退。

在美国，近期的前景更加明朗。然而，这正是需要耐心和毅力的时候。无论是市场的自我调节能力还是政府的干预，都需要一定的时间才能产生作用。但是通过大量阅读统计报告和分析美国市场的文件，我没有理由预见到更严重的经济衰退。相反，我有充分的理由相信市场到年底会出现较大幅度的复苏。我想，这个时候继续以熊眼看市场将是一个灾难性的错误。

我同意我们有足够的实力面对任何可能的亏损。更重要的是，导致普通股下跌的原因是信心危机而不是证券收益率水平下降，这种现象必然是暂时的，而从目前政府支出的情形来看，一个有理性的人不会预料证券收益率的大幅度下跌。我们不应在投资组合中进一步减少普通股还有一个理由，这一点对我们所有的人关系重大，即收益率问题。可能发生的最糟糕的事情莫过于人们经不住诱惑买进低级的固定利息的股票和不动产，以期补偿普通股的利润亏损。如果有人愿意进行证券投资的话，购入一流的普通股是目前最安全的选择。另一种选择是死死抱住固定利息股票不放。而这意味着一旦利率下调，投资回报将立即遭受大量损失。毫无疑问，如果灾难就在面前的话，我们也只有去面对它。但所有预言似乎都建立在一种对未来的错误估计上。当今的世界是一个可能发生大灾难的世界，但是它的性质是不可预测的(比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如，它可能以货币价值的遭受损失的形式出现。这意味着由固定利息股票组成的证券组合将灾难性受损）。确实，正如你所说，对于这种事情即使国家立法也无济于事。

你的忠实的

J.M. 凯恩斯

1938年5月5日致G.H. 莱克尼尔。

弗克的论点似乎有深层次的根本性矛盾。我注意到，尽管考虑到军费开支和即将到来的美国市场的复苏，弗克仍预计英国的贸易将极有可能逐步进入衰退。这意味着他又回到自己几年前的观点中去，即整个国家将从趋势性衰落进入全面破产的状态。对此，你一定记忆犹新。根据这个观点的推论，当时我们应尽可能大量在美国或国外其他地方投资。如果不考虑国家利益，根据他的论点，我们今天仍应按此原则投资。

我注意到，他在5月4日的信中第1页中预见随着一般的贸易周期的运行将出现贸易衰退。但在第2页，他又说这种预言将在未来几年内实现。可见，他又拾起“趋势性”观点而不再持“周期性衰退”观点。

然而，如果全面破产终将来临的话，那种认为我们可以通过购进政府股票而逃避它的观点只是空想。由来以久的失业加剧，岁入减少及巨额军费开支造成的政治和财政气候必然使金边债券遭受巨大影响。显然，由于我未出席董事会，没能聆听到他所做预见的理由。而发给我的文件中只有他的观点的不详之感。但如果他的悲观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言之成理的话，那么局面也一定会如你所说：国家立法亦将于事无补。

我仅希望董事会能够保持冷静的头脑，在抛售时首先清理那些最易受害的股票，而不是那些当历史证明悲观主义是错误的时机来到的时候最有希望回升的股票。

我仍坚持以前阐述过的观点。简而言之，我并不知道美国市场多久才能真正复苏。只要美国市场没有苏醒，一些主要原料的价格就会对很多英国公司不利。但如果美国市场果然复苏，再加上军费开支水平的影响，1939年将是一个极好的年头。

你能否代劳将信转给董事会？

你忠实的

J.M. 凯恩斯

1938年7月16日 E.H. 达文波特致凯恩斯。

亲爱的梅纳德：

我很想知道你对华尔街的看法。在国民互助人寿保险协会董事会上我孤军奋战。其他人似乎都主张刻不容缓地将美国证券抛售干净。我认为如果政府增加开支以刺激经济，而见机行事的商人存货不多，将会导致消费品市场复苏。这样，实际上以后几个月中商业指数都会上升，而资本商品是否也会复苏在很大程度上取决于信心，取决于与罗斯福关于公用事业的政策，及其他政治问题。在董事会上甚至没有人认为消费品市场会走强。当然，华尔街扬升势头过猛，一旦超过某个限度时，就不得不退回来。但我认为以后几个月的市场将呈上升趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你能简单回复说明你对意见的看法，我将非常高兴。希望你一切顺利并代向夫人问好。

你忠实的

尼古拉斯

1938年7月16日凯恩斯致达文波特。

亲爱的尼古拉斯：

我认为国民互助人寿保险协会几乎是不可救药，所以对已发生的一切我只能视而不见。对于你孤军奋战我深表同情。我的观点是6个月内美国市场一定会有实质性的行情。但对于行情何时开始，我不想作出过分自信的估计。对此市场肯定会有反应。但我怀疑是否值得趁机入市，理由之一是这里的市场受美国影响的程度究竟有多大。其次，即使我们借机买入也可能占不到便宜。在目前的市道中，看空的投机者只会越看越空。我并不反对在市场弹升时卖出一点，如一些美国与海外普通股，甚至美国钢铁公司这样的股票。毫无疑问，市场上有些股票价格昂贵，但也有一些物美价廉的好东西。

我的印象是市场行为正在很大程度上被一些限制卖空的新规则所控制。当然，这可以起到警告作用，防止大家超越止损线。我相信正是这个因素，市场才有可能维持两三个星期的稳定。否则，市场萧条加剧会吓跑那些羽毛尚未丰满的牛（证券市场中的牛也会长翅膀）。在实际情形中，你能作的最好的事就是坚持下去，同时适当处理掉一些不大看好的股票。但正如我所说，价格居高不下的可能性非常之大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你能否在最近一两周内的某个晚上到我这里来一趟，可以告诉我一些新闻。7月21日不行。其余时间都可以安排。

你永远的

J.M. 凯恩斯

1938年7月23日致G.H. 莱克尼尔。

亲爱的莱克尼尔：

非常感谢你7月21日关于美国市场投资问题的来信。我认为美国市场复苏是毫无疑问的，而且涨势有望进一步加强。但其回升的速度是否能很快影响这里的价格还很难说。对于临近11月份的大选，市场的反应也有一定准备。这次大选肯定会对在任总统有利。而对我们来说最重要的可能就是能有一个对公用事业股票有利的政治决策。从长远的观点来看，最最重大的问题将是市场真正复苏的力度和持续的时间是否会令人满意。那是将来价格回升到一定程度后考虑的问题而不是当务之急。我个人认为那时才是真正的风险所在。应该想到6—9个月中价格会大幅度超过目前的水平。但问题是任何人都没有能力特别好地把握这样的时机。

这并不意味着我反对在市场价格逐渐回升时逐步售出，正如我喜欢在市场下跌时逐渐买进。我自己对市场反应的准确色调（如果可以这样比喻的话）在其他场合表现得更明显。从去年10月到今年3月我一直适量买入，而10月前未能及时大量售出。结果3月31日我在美国投资的账面价值达到了最高点。从5月到现在，在价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐渐上扬的过程中，我一直在分批售出。售出量已超过10月到3月的买入量。应当说普通股出手量，比你认为合适的14%还要高。但另一方面，实际仓位并没有明显减轻。因为，售出的一半的普通股又再投资于债券和优先股。事实上，迄今为止，我一直在利用这段行情提高证券的质量而不是减少数量。但以后，我不倾向于在品种间换来换去。而且在市场每一次弹升时，应减轻仓位。假如市场总体回升达到10%～20%，我的售出将会较慢。但当市场再上涨到20%时，市场会异常活跃。假如再出现一个20%～30%的上涨时，市场恐怕会进入危险地带。这是我能够看清的对局势的大体看法。

关于细节方面，我倾向售出美国与海外普通股。这些股票极易波动，并且与其他股票相比，似乎已升得较高。但我很后悔售出这批中最便宜的艾特拉斯公司。这段时间我买入的比你售出的要多。我对通用美国公司评价较高，本应将卖出点设在比建议售出价高出2个点的位置。关于芝加哥气动工具优先股卖出价应高于而不是低于40。我同意售出钢铁股票。你可以看到，我的估价要比你的高出10%～20%。对于其他方面，我没有什么特别的看法。

我非常赞同用进款再投资于科托斯公司的提议。我同意你的建议，即减少美国的股票而买入英国股票的时机正在到来。

我很高兴，这个星期董事会没有什么新的动作。但是，正如我已表明的那样，我本人已作好准备在市场再上涨20%时采取行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你忠实的

J.M. 凯恩斯

最终，凯恩斯辞去了国民互助人寿保险协会的职务。对此他向 O.T. 弗克作了解释："既然我已能断断续续地恢复工作。我必须决定适当放弃一些工作。人们一般选择放弃那些满足最低的活动。而就我目前的情形，我觉得应该放弃国民互助人寿保险协会的工作。我认为改正管理方面的错误不属我的权限，而且对于为此承担责任我已感到勉强。"

然而，当凯恩斯离开了国民互助人寿保险协会后，他的同事们有时仍向他咨询。例如，1939 年 1 月 18 日 G.H. 莱克尼尔致信凯恩斯。

整个下午，我一直郁郁不安，于是写信给你以期得到信心。弗克一直在这里喋喋不休地大谈"全面破产"及"大英国的衰亡"。如你所知，他以前曾经提出过这些观点。如一年前，尤其是 1930 年在致董事会的备忘录中。

他的投资方针的理论是避开收益不保障的股票而倾向于短期金边债券。我想他还不至于要把现存证券全部扫地出门。而在不增加我们目前的无固定利息股票和优先股方面，我与他的观点一致。但我不喜欢他在这个时候过度偏好短期证券的做法。因为，我们的投资组合较一年前相比、为保证投资的安全，短期投资的比重已经较大。

当一个国家大幅增加军费开支时而它的经济活动进一步衰退，这是令人难以置信的。如果下周或下半个月对于战争的忧虑成为现实的话，即使是金边债券也不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

补救投资损失。从根本来说，投资普通股是长期行为，也是对付通货膨胀的利器。由于弗克的政治观点及他对政府预算的看法，他十分惧怕利率变动。但这里他忽略了新的因素，即英格兰银行最近发售了2亿英镑短期国库券，同时买进了长期金边债券。货币市场急需短期国库券，而证券交易也需要金边债券的投资者。1931年至1934年随着银行投资业务的增加，银行买进对于金边债券的行情起了决定性的作用。而这次2亿英镑的国库券在市场作用方面，则完全可与之相比。长期的市场因素仍然是走向货币贬值，我很害怕错过机会。

这样给你写信不太合适，但我的确需要你的安慰和信心。愿你身体健康，并从离开公司岗位中身心均有获益。

谨向你和夫人致以问候。

你忠实的

莱克尼尔

1939年1月19日致G.H.莱克尼尔。

亲爱的莱克尼尔：

真好似旧日重现。想一想你(马科斯在你之前)过去曾用同样的口气给我写过多少封这样的信。现在的心情多么轻松，不必面对这么多令人头痛的难题。

如果战争真的爆发，我看也没有什么可怕。金边债券市场的价格是固定的。而且我相信政府在这种情况下，借款利息不会高于3.5%。从长远看，如果大战爆发引起通货膨胀，会对股票市场极为有利。当然，前提条件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是私人资本主义制度能生存下来。

作为一名投资者，更有理由惧怕长期的焦虑和担心，而实际上没有爆发战争。但我怀疑去寻找更好的隐蔽所，对于个人和集体是否有什么好处。毫无疑问，真正正确的策略就是把目标定在可行的范围内获取利润，而不去过多考虑资本价值。我不认为目前的赢利水平特别差，他们也不可能差。指数表明，有价证券的下跌，总起来说与利润降低并不成比例。目前困扰我们的是对于资产流动性的偏好。也难怪如此，任何人必须有足够的耐力和勇气才能度过这个时期。对于一个长期投资的机构来说，不会有避难所，而且也不应有。你可以这样安慰自己：假如明年后价格再度下挫（市场总体下跌 10%～15%或者更多），大家保证金都不够，那时就没有什么可羞愧的了。这的确是一种冷静地接受共同命运的态度，而不必太疯狂地去奋斗，期待与众不同的业绩。

至于令人鼓舞的方面，我完全同意你在信中第三段提到的可能性。这是很重要的一点：我对美国市场仍持谨慎乐观的态度，美国市场的真正复苏不仅能提高美国市场的价格，并可以极大抬高这里的价格水平。更重要的是，伦敦市场上交投极为清淡。如果有一点好消息的话，反应一定非常强烈。

或许，我个人做什么最佳建议似乎完全不切实际。正如，我以前指出的那样，贵公司董事会最好的出路就是采取等待的策略，并尽可能减少操作。此时，劝告董事会默认现状比采取积极措施寻求更好的机会更容易得多。

顺便问一下，我印象中波鲁丹谢尔公司正用极大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勇气和公众精神应付当前的局面，是否真的如此？对此，可能毫无疑问。这种沉着镇静符合公众的利益，在我看来，一个负责任的投资机构，不会超越本身的责任而去做违反公共精神的事。

我这里的进展平稳而迅速。正如我所想像的那样，我回到剑桥大学，每天可以工作大半天。

你忠实的

J.M. 凯恩斯

凯恩斯将他致莱克尼尔的信转给了波鲁丹谢尔公司的弗朗西斯·司各特。

选自 F.C. 司各特的信，1939 年 1 月。

很感谢你寄给我你写给莱克尼尔的信。这封信洋溢着你的个人风格。显示了你的明智和对既定方针的坚定信念。这个方针就是建立在理性和常识之上，并最终被证明是正确的。如果战争降临到我们头上，一切都无所谓了。

无论做什么都是错误的。但只要不发生战争，我确信终有一天当我们回顾这一段历史时会感到这里发生的一切，不过是金融世界里不可置信的愚蠢行为的又一例证。

e)、普鲁文希尔保险公司

W.H. 哈姆斯特在热那亚期间担任过凯恩斯的秘书，也曾聆听过凯恩斯和弗克就金融问题向欧内斯特·迪本汉姆提供的咨询。正是根据这位朋友的建议，凯恩斯和弗克于 1923 年 12 月加入了普鲁文希尔公司的董事会。一开始，弗克在投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资方面负较多的责任。但为了支持他的合作人 M.B. 卡特，弗克 1926 年底离开了董事会。从那以后，虽然弗克仍然起顾问作用，但凯恩斯承担了更多的责任。1930 年后，弗克结束与公司的合作，凯恩斯负起了全责。

普鲁文希尔属于威斯特英兰一个家族控制的公司。凯恩斯的大部分工作都是通过信件完成，主要联系人是公司执行董事弗朗西斯·司各特和投资秘书 A.G.A. 马凯。司各特与凯恩斯在就具体选择股票、总体走势和公司内部问题，信函来往频繁，他们两个虽然性格迥异，但都是大投机商。司各特认为凯恩斯的意见非常有价值，即使是死后，也值得回顾。凯恩斯同样看重他与普鲁文希尔公司的关系。除去在二次世界大战中因与财政部关系行动受到限制外，整个 1930 年凯恩斯一直是公司的极为活跃的董事。凯恩斯根据每月公司董事会所制定的投资原则，在投资方面有相当大的决策权，并成功地劝说公司以股权投资为重点。保留下来的凯恩斯的 1930 年以后的普鲁文希尔的文件数量大大超过了国民互助人寿保险协会的文件，虽然凯恩斯曾担任协会主席。由于他经常劝说普鲁文希尔公司买入那些他作为个人投资者也有兴趣的股票，他的信件中也反应了他个人的证券投资业务。

以下信件选自普鲁文希尔公司的档案。大部分发生在 1938 年以后。

当南非脱离金本位制后，凯恩斯替自己买进了一些南非金矿的股票。他在 2 月 1 日至 5 月 11 日间共计买入总价值约 32000 英镑的股票。几乎是与此同时，他也为普鲁文希尔公司购进了一些类似的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F.C.1933年2月3日司各特致凯恩斯。

亲爱的凯恩斯：

我承认对于你为普鲁文希尔购买南非金矿股票一事颇有些吃惊，虽然联合公司可能无论如何都不能说对兰德矿山感兴趣。对于工业指数我是完全赞同的，但我不能肯定对这只或那只金矿股票抱有希望，并相信金矿市场会由于南非脱离金本位而热闹起来。附上两封持批评意见的信供参考。这样做是出于兴趣而不是要证实我的观点。

1933年2月1日维克致司各特。

今天我与爱斯蒙德·哈姆斯韦斯共进午餐，他把卡菲尔市场的情形称为“死亡之舞”。我确实找不到任何严肃的人卷入到这样的活动中去。我们确实知道采矿公司在用电话出售大众股票，而且目前买入者大有人在，但因为许多未知因素的存在，我感觉还不能冒险去买入。

1933年2月2日维克致司各特。

市场的情形几乎是难以描述。每一分钟价格都在波动。我相信他们在交易所上午开门之前就已在街上进行交易了。除了货真价实的赌棍外，每一个人都因市场波动而惶惶不安。市场的前途完全取决于公众是否会真的去买这种股票。目前市场上一小撮投机商向公众的跟风支持押宝。他们有新闻界的支持，人们被他们眼前的那些绝妙的数字所吸引。而一旦公众潮水般涌进这个市场，这个市场会是什么情形你可以想像。目前看行情会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继续看涨。

既然已经发出买入指令，我这里谈的就是一个投资原则问题而不是对某一项具体交易细节的纠缠。

你真诚的

F.C. 司各特

1933年2月5日凯恩斯致F.C. 司各特。

亲爱的司各特：

很抱歉你对金矿股票感到吃惊。下周我到伦敦去时会专门处理这件事。如果你的感觉真是那样的话，我想我们应当再度卖出。但在我看来，发生的一切都是真实可信的，我们这项投资并不比任何其他投资更具投机性，而且风险可能更小一些。如果你读一读星期二《每日邮报》上我写的一篇特写，可能会感兴趣。

你所附的维克的信在我看来过于肤浅。而且我怀疑他是否进行过深入的研究。至于爱斯蒙德·哈姆斯韦斯，有趣的是在他与维克吃饭的第二天，我和他一道共进午餐。我发现他的观点并非如此。我认为，这是一起重大事件，而认为这一切都是黄金公司设置的骗局更是荒谬的。同时，这与向普通的采金企业下赌注没有共同之处。那种投机生意不过是在地上打一个洞，再看看里面是什么。目前投资的不确定因素仅仅是比价以及利润的分配。我确信此时任何有理智的期望都能获得大量收益。

你忠实的

J.M. 凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1933年2月8日F.C.司各特致凯恩斯。

亲爱的凯恩斯：

根据你本月5日的信，我很有兴趣地拜读了你在《每日邮报》上的文章。而且从逻辑上讲，你赞成投资金矿的观点似乎很有道理。

有些人认为，就投资而言，理智的观点并不总是最能防范风险，而我恐怕就是持这种观点的人之一。我想在这方面有一个例证。即布克马斯特和莫尔公司广为流传的备忘录。他们在备忘录中所举事实及推论曾令人钦佩不已，而随后的事件则证明公司离真理相距十万八千里。

记得一位很成功的投机商，积累并管理一大笔财产。一次他告诉朋友一个从痛苦的经历中得出的教训：远离南非金矿的股票，因为南非犹太人是公认的出卖公众的好手。我相信这些路人皆知的常识比世界上所有的理智的逻辑更有价值。

我认为既然我们已经买了，我倾向于把它们保留一段时间。如果最终看到公众背上了这个包袱，而所谓的黄金市场繁荣不过是昙花一现时，我将不会感到吃惊。

你忠实的

F.C.司各特

1933年2月9日凯恩斯致司各特。

我敢说你对金矿的谨慎态度是正确的。直到上个月，我还从来没有买过也没有劝别人买过一股类似的股票。但我认为最近情况的发展并不局限于采矿行业，而是整个外汇市场发生了变化——这是我自信能了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的——并非是对地上的一个洞里的东西押宝所进行的投机。我们面对的是当今一个高度发展的和程序化的产业。对前途的担心几乎完全在于比价和税收的前景，而不在于采矿业的前途。如果你的心能稍微变软一些的话，我强烈建议，暂时撇开原则不管，购买300股皇冠金矿股票。我个人认为这对一个保险公司来说是一项合适的投资。我知道如果是在别的时机这个建议的正确性是显而易见的。这些投资折合成资本约为15000000英镑，堪称世界上最大的一笔财富之一。

1933年2月13日司各特致凯恩斯。

关于南非金矿的股票，我想你的回复完全合情合理，而且的确是针对我的反对意见做了很好的解释。尽管我认为你也许会承认，你不能完全排除某些破坏性因素的作用。这些可能的因素也许会推翻你的关于黄金股票会提高收益的估计。

现在我肯定更倾向于购进，因为我考虑也许这是一个更有利的时机。价格肯定会弹升。我愿意在原有投资额基础上再增加1000英镑左右。

17个月后，凯恩斯不得不再一次给司各特打气。

1934年8月15日致F.C.司各特。

亲爱的司各特：

关于联合公司

我极力主张保留我们的股票是基于下述考虑：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 2500股,每股7英镑,价值17500英镑,稍稍多于我们财产的1.5%。考虑到所拥有的股票成本和它可能卖出的价格,总金额还不到11000英镑,或者说不到我们财产的1%。如果没有其他不利因素,如果投资组合本身能分散风险的话,那么我不认为持有目前数量股票会承担很大风险。

2. 目前,联合公司在资本市场估价为6000000英镑,因而是一个相当大的公司。我们并没有"把所有的鸡蛋都放在一个篮子里",因为联合公司控制至少6家南非金矿。除此以外,还拥有几家罗得西亚铜矿(他们从一开始就购买了股权,目前价格令人满意)、旧金山铝银矿的大量股权。另外还在澳大利亚有不少股权投资。它投资的两只工业股票,即英国安卡丝绸公司和多音唱机公司业绩一般,但在其股权投资组合的比重很小,可以忽略不计。联合公司占有它自己公司的很大一部分股权。但它主要从金融和技术角度参与管理。而在这些方面业绩一直很出色。除此而外,它还日趋重视银行外汇和股票业务。这些业务与它在金矿的股权有关。为了使公司能够通过银行和外汇业务赢利,它已习惯于持有大量现金和英国政府证券。其价值目前约为300万英镑。

3. 公司的红利政策一直很谨慎。这有助于公司的股票价值从1917年的每股12先令6便士提高到现在的7英镑。我想提一下战争前这是一家德国公司,在战争中被接管,在17年中发展成为今天的规模。他们按一定规则公布利润并分发红利,还保留一定比例的储备金。我估计,它的实际收入很可能是它所公布的2至3倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它还有许多未公开的财产、有价值的选择权等。下属一家最大和最成功的矿山之一尚未进入分红阶段，另一家刚刚开始分红，潜力未尽因而更多的收益仅仅是个时间问题。按当前的市场价值估算公司股票的清算价值，每股将近 10 英镑。公司未来仍将从它谨慎而有远见的管理中长期受益。我认为最先进入市场的南非企业将更有活力、效率和信誉。

4．我认为公司管理人员具备并表现出最高标准的勤奋和细心。我认识公司的执行董事亨利·斯图科恩先生长达 15 年之久。他实际上是公司的创建者。他一度曾是印度委员会金融小组和国际联盟金融委员会的成员。我觉得请他管理黄金和其他金属投资的那部分资金是最合适的。这样可以利用他个人的最大优势。

5．企业有极强的成倍扩张的能力。如果黄金形势不出现意外的话，3—4 年内每股价值可达 20 英镑。股价已经在过去的 17 年半中提高了 12 倍，正如我以上所谈到的，他们现在刚刚开始从有远见的管理中全面受益。因此，在三四年中达到 3 倍的增值是毫不奇怪的。我相信，股权投资总是应尽可能的分散以抵御过大的风险，当然类似黄金这种总体性风险是不可完全避免的，只要不低估即可。但是如果要继续投资金属的话，我代表自己和我的客户将集中投资于联合公司，然后将股票保存几年，以期待到大幅度升值——除非黄金市场整个局势出现变化的迹象。

随着时间的推移，我越来越相信正确的投资方法是将比较大的数目的一笔钱投资于自己认为有所了解并对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其管理完全信任的企业。为了减少风险而将资金分散于自己并不了解也没有特殊信任的多种企业是一种错误的作法。很明显,遵循这条原则也不能走极端。在实际操作中按我的经验,往往取决于特定时期自己的感觉。一个人具备的知识和经历是绝对有限的。对我来说,任何一个时期内也很少有多于两三个我个人能够完全有把握的企业。

你忠实的

J.M. 凯恩斯

1934年8月23日致F.C.司各特。

亲爱的司各特:

关于黄金股票

您15和16日的信已收悉。我不反对这个意见,即面临已经开始的市场大幅度上涨,出售黄金股票应持谨慎态度。乐观地企盼罗斯福的政策会带来进一步贬值,这种想法至少是幼稚的。

最近,我们大量出售证券。虽然我认为资本进一步升值的前景现在已经大打折扣,但单纯从投资角度而言,这些股票仍能得到较好收益。股市的收益的确比投资其他地方要好。因此在最近几个月里股票大量易手,从投机商和短期投资者手中转到长期投资者和机构手中。这当然不包括那些新发行的股票,我与大部分这类证券都没有打过交道。

维克认为,物价及各种成本的整体提高会在以后的12个月中影响金矿的收益,这种观点是错误的。他寄给

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的信中的观点确实有些逻辑混乱。

至于你5月16日关于联合公司的信，如果我看到黄金股票整体下挫的话，我将在某种程度上同意售出。另外，对我来说，最重要的是不要由于持有长期股票而对市场波动过分注意，并由此而产生焦虑。当然如果认为某些市场行为是确有根据的话，可以另当别论。眼光要放远些，真正有信心时再行动。我们都不倾向于跟随市场起伏每时每刻重新估价自己的投资。因为这样做实在是件糟糕的事。当然，忽略市场行为是愚蠢的，但是你的投资方向不能受太多的干扰。

关于你持有的英国电气股票，你错误地理解了我的意思。我不希望买回我正售出的优先股。

你忠实的

J.M.凯恩斯

1933年末期讨论的问题，是公司的美国投资。

1933年11月17日凯恩斯致司各特。

关于美国情况，绝对不要认为我在责备你。我承认我与任何人一样曾经赞同这个意见。假如是个错误那么我也负有同样重要的责任。但事实上，我们是否真的不承认自1930年1月1日后我们在美国投资的股票已亏损26,000英镑？我们应不应对比一下，如果这笔款项我们不是投资美国，而用于购买国内金边债券的话，我们不仅不会亏损，反而会获得大约相当于亏损数目的收益。一亏一盈，二者的差异将近50000英镑。

以往的投资失误并不意味着应改变我们的现状，盲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目改变所犯的错误可能更严重。但对过去的投资政策做一回顾，我的概括并非不公正。

现在我们谈谈将来，我同意汇率下跌会自然增加我们美国仓位的亏损，对此我们不得不追加保证金。假设美元进一步上涨，只有大量售出我们的美国证券才能应付保证金的要求。你是否认为我们是在赌博？

如果出现通货膨胀，贸易得到恢复的话，我不赞成固定利息债券是最好的投资方向。如果我们确实能够从逻辑上考虑这一点的话，我们应当退到固定利息证券而进入普通股票市场。

就我本人来说，我们不希望全部售出。我将在不明显增加亏损的情况下，逐步减少应付款，当我们有理由确信政府通货膨胀计划可以成功时，再看机会进入股票市场。

局势变化很快，使我很犹豫。是否建议将此事留待下一次会议讨论。实际上如果你、邦德和哈斯拉姆能讨论一下并迅速作出决定，我们，指我和我的兄弟，将同意你们所作出的任何决定。

1933 年 11 月 23 日致司各特。

亲爱的司各特：

昨天晚上我会见了哈斯拉姆。他告诉我你极力建议卖出一些美国证券。我同意有选择地卖出，套现价值为 10,000 英镑。

前一段时间来看，这些证券是高等级的，而收益是最低的。我重申，我并不赞成这个决定。因为套购美元盛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行，这些证券从长远看并不存在任何实质性的风险，而且我怀疑假如美国市场恶化，我们这样做是否能减少风险。

但是我绝非认为这些美国证券不可能下跌。令人欣慰的是希望当某一天形势看起来更易把握的时候，我能劝你按接近现在的价格，用卖出的钱，至少一部分进行再投资。

至于过去发生的事情，我不能完全接受你在 11 月 17 日信中的总结。虽然所有的数据在马凯 11 月 14 日的信中都清清楚楚了，但各人的解释有所不同。

抛开 1930 年 1 月 1 日以前所购进的证券不谈，那些证券是在我不同意当时的方针的情况下购进的，特别是那批目前已毫无价值的证券。情形正如马凯那天的信中所言，扣除汇率的因素，亏损 8000 英镑，接近成本 68000 英镑的 12%。

如果扣除为使这些证券赢利而花费的开支及购入时的费用，并按中等价格估价的话，这些证券的价值比我们现在购入要低得多。我判断，假如我们从 1930 年 1 月 1 日以来从未购入美国证券，而从现在开始操作的话。按金额来计算获益也只能高出不足 5%。如果将各方面因素考虑在内，收益恐怕还要降低。

这样我更倾向于认为到目前为止我们选择的投资组合成功地顶住了市场的风风雨雨。真正的问题当然是将来会怎么样。在这方面我认为我们的投资组合是有优势的，因为我们的投资结构主要是优先股。而这些优先股目前已不被美国投资者看好，其市场价值远远低于实际价值。当然，我同意在前景不明的情形下不应再在某一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面冒太大的风险。但我仍然相信，今天的一些美国优先股票暂时不合理地下跌恰好提供了在市场上捡便宜货的极好机会。

让我举两个我最喜欢的例子，因为我碰巧了解它们的一些数据，这些数据大体与我们投资的公司相近。这两家公司为国家电力和照明优先股，美国与海外优先股。

以目前价格计，前者收益率大约为15%。至9月30日，按季按月公布的投资结果表明，至1933年9月30日为止的赢利低于1932年9月底为止的那一年，而且9月30日前的3个月较上年还有提高。因此公司赢利水平有所提高，而且处于一种流动性很强的状态，持有现金及等价物为1500万美元。到9月30日止的优先股的红利相当于保证金的五倍，以公司的下属公司合并报表看，保证金收入所占的比重更大。我知道总的来说人们对通货膨胀和公用企业有各种各样的恐惧。这种心理影响了美国公众。但这也提供了一个相当好的入市机会。你可以买得到收益率为15%的优先股。

美国与海外公司是一家我认为管理得法的投资信托公司。它持有在华尔街上最易脱手的债券、优先股和普通股票。它最近付清了所有拖欠的优先股红利，按目前的市场价格计算，公司的资产超过了目前市场优先股价的两倍多。按当前市场价格计算的收益率是10%。而一家收益相当英国投资公司的优先股也可以卖到现价的2倍(很多英国信托投资公司持有大量美国证券)。

我们准备售出的股票当然没有上述股票价格高，但这是基于价格以外的安全因素考虑，包括资本和收入因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素。如我们正在售出的烟草公司的股票，它要求支付的保证金太高了。而收益率却远远不及同类股票。

我对美国市场前景的不稳定性并非视而不见，但首先价格打了很大折扣，我看如果不出现大的差错，赢利的前景将远远超出亏损的风险。其次，我看不出总统的通货膨胀计划会对这类证券有任何不利影响。他计划的任何涨价都会实际上提高优先股的收益。

你忠实的

凯恩斯

1933年11月28日 F.C. 司各特致凯恩斯。

亲爱的凯恩斯：

关于美国证券

非常感谢你本月23日非常有趣的来信。探讨这些过去的事情不见得会有太大益处。但我本人认为这些报告是有价值的，因为或许它能使人未来变得更聪明一些。

我所感兴趣的是你对于某些美国证券的观点。持有这些证券一直被认为是灾难性的，而对这一点你持有不同意见。我必须承认你的某些说法使我感到惊讶，因为我回忆不起来在选择买进这些债券时你提出过任何反对意见。但这可能是由于我们金融方面的合作者带来了一些困难。无论如何真正的问题在于目前的方针，我注意到在这方面你与我们的意见不一致。

我承认你所谈到的关于赞成个人投资以及保证金、收益率方面的理由已阐述得极为充分。我个人感觉问题在于保留美国市场的股权，而不要寄希望于过高的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为这不是一个收益是5%还是10%，资产翻2倍还是翻3倍的问题，而是你确信这个国家将走向金融复苏还是金融危机的问题。我自己确实没有足够的知识来提供合理的观点，但我确信由于在这个主要问题上存在大的不确定因素，所以在这个国家进行大投资并不明智。

我不禁想到，如果市场真的复苏，我们终将会比现在更能把握局势。虽然我们没有在市场最低谷时买入，但我确信，当我充满信心踏踏实实返回市场时，获利的空间仍然足够大。

正是基于以上这些涉及面很宽的理由，我个人对于目前退出美国市场丝毫不感到遗憾。

你忠实的

F.C. 司各特

1933年11月29日凯恩斯致F.C. 司各特。

我决不否认你对美国局势的看法可能会有争议。无论如何我认为最主要的问题是对国家前途的信心，而不是某些证券的前景。就是在这个问题上我们作出的判断不同。我感到像美国这样一个伟大的国家，出现全国性的大灾难不太可能。可能性较大的只是某家公司或某个行业无法生存下去。我相信我的猜测十有八九是正确的，即极端的灾难不会出现。

至于你11月29日的信中谈到的细节问题，我已经估算了目前重新开始外汇交易的成本。对我来说这似乎是一个严峻的考验。如果进行其他方式投资的话可能收益更高些，特别是最近董事会不仅对购入更多的长期金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

边债券持怀疑态度，甚至怀疑我们是否应该保留现有债券。关于我谈到弗克的投资问题，由于对情况一清二楚，因而我一直保持沉默。特别是关于具体品种的问题我没有发表意见。我只是想说，我个人无意在投资选择方面承担责任，因为有几项债券投资我一无所知，而我也不想不懂装懂。

很抱歉讨论这些陈年老账，除非真正有用，我们确实不应再深究这问题不放。但如你所说我们应在有不同意见时努力搞清真正原委。投资越多，我越相信不应经常改变投资方针。董事会管理有某种局限性。对此一个人必须提高警惕。你首先必须劝说董事会接受自己认为更准确的判断，然而又要准备遭到他们惩罚。正如一个人要获得最后成功就要有耐心这种美德一样。

无论如何，我认为我们现在在美国的投资很小，不值得引起过分的关注。

1938 年春天，凯恩斯起草了一系列总结几年投资成果的报告。第一份是关于普鲁文希尔公司的，但在国民互助人寿保险协会也散发了一小部分。他在 2 月份公布了征求意见稿，3 月份公布了最终定稿，因为牵涉到皇家学院，我们在此重印了这份报告。同时公布的还有凯恩斯 5 月 8 日为皇家学院资产委员会所撰写的文件。

司各特拜读过凯恩斯的投资回顾报告后，提出如果采取一种更为传统的投资策略，普鲁文希尔公司在 1936 年 12 月 31 日至 1938 年 3 月 31 日之间能否避免总计 420000 英镑的损失。他还问及是否未来投资策略可以在一个全盘计划的指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导下进行。该计划对投资某种证券将进行总量上的控制。凯恩斯回复如下：

1938年6月7日致F.C.司各特。

亲爱的司各特：

现在我总算有时间详细回答你5月2日的来信。

1. 在撰写一份回顾报告时，必须确定什么是自己经受过考验的成就。其中一个很重要的考验就是避免那些使很多既定投资策略变形的骗局。这是一种决定性的失误。不是由于价格波动，而是资本必然的丧失。这与证券价格波动有本质的区别，因为对这种损失不能期望有挽回的可能。人们往往不能区别由于市场波动而引起的贬值和选择债券失误造成的亏损。

在经受这项考验方面，我们可以宣布是成功的。我们在投资中犯了一部分上述的错误，但资本损失不大。我们把这方面的失误列出一张清单如下，以便记住错误的原因，并引以为戒。我的清单中没有包括美国投资部分，因为目前很难从这个角度准确分析美国市场的成败：奥米斯，佩特斯优先股，英国及管理辖区电影公司，卡波石膏，伊菲尔德轧钢厂，大联盟运河，南非块煤，宇宙橡胶铺地砖，智利抵押银行。你将注意到，它们基本上都是些专业公司，在外行眼中默默无闻。我们投资大多根据私人建议进行：条顿建议买奥米斯；卡波石膏和南非块煤是弗克主张的；买伊菲尔德轧钢厂和大联盟运河是布雷特的意见。我相信实践表明听从个人建议购买某种证券从长期的结果看容易犯错误。我不太清楚伊菲尔德轧钢厂是否应当包括在此表内，因为它有可能已渡过困难时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我们按亨特的建议购买纺织股票，应当包括在内。因为即使工业再次进入高峰期，纺织股票的价格能否回升也值得怀疑。

另外一个重要考验就是，我在此强调是经受代表性的指数的考验。经济衰退至谷底时所做的预测往往会导致对投资方针过分不利的估算。这个时期投资方针一般会避免进行股权投资。预测利润谁都希望能在最低价时满仓杀入时计算。然而只要你最后收益比指数的增长高于一个令人满意的比例，那么就没有太多可忧虑的了，因为假如你避开了骗人的陷阱，并能击败指数，那么从长期观点来看，你一定会获得出色的投资效果。

目前流行的做法是把精力集中在市场的涨涨跌跌上，这会干扰应具备的投资心态，我们应树立这样的观念，投资目标随着时间的推移趋于平均化。保险业也具有类似特点特征，证券投资的关键在于时机，而保险则在于地点。

成功的证券投资采取致力于在长期获得趋于平均化的收益，而保险则在于在不同地域追求趋于平均化的收益。一个人一定不能因某段时间失误而放弃证券投资的长期原则，也不能由于某一处严重受挫而改变自己的保险战略。

2. 下面我谈一下各种证券的投资比例问题，毫无疑问政府债券应在组合中占有比例最少，而普通股的比重应最大。这样做不仅是摆摆样子，政府债券可以为有价证券的收益提供保证，这种组合也可以避免市场遇到剧烈价格波动超过投资储备时为普通股提供安全保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除以上两个总体原则外，我强烈反对在其他方面墨守成规。确定投资比例——特别是在某个行业，无疑是违反投资原则。根据形势变化把握证券投资重点和中心乃是全部投资艺术精华所在，在小比例持有政府债券和大比例持有普通股的原则下，我强烈要求追求最大可能灵活性的目标。

关于具体问题，我同意你的建议增持英国政府债券。目前我们持有这类政府债券占总资产的比重超过一般保险公司。到1936年底，保险公司平均持有英国政府证券占自身总资产的比例为23.1%。而我们在1937年底比重为24.82%，1938年3月为26.44%。然而，我们分支机构占有的非交易所系统的证券很多，他们持有英国政府证券的比例更大。我了解关于提高美国政府证券投资比例的呼声很高，比如，你建议的33%。另外一种意见是增持一些公共部门和铁路信用债券，再加上美国政府证券投资全部比重应提高到40%。

至于殖民政府和外国政府证券，我将它们归于正确的投资范围内，与那些需要专门进行研究的业务区别开来。

就普通股而言，持有比例应允许在20%～30%间波动。在各类型的普通股中，也不应有一成不变的投资比重。这样还可以有30%～40%的空间用于投资固定利润证券(信用债券和优先股)，如国内外的运输、工业和金融行业。

以上为交易所证券品种的比例，而不是对总资产而言。当然，我们与分支机构的区别在于持有非交易所的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产较小。我想像非交易所资产占总财产比重平均为20%～30%。如果包括资本、不动产和抵押资产，我们可以将我们的非交易所资产比例提高10%。但我目前无意超过这个数字，因为这些资产流动性较差，管理起来风险较大。总体来看，它们的收益恐怕不能补偿不利因素的影响。

3．我同意你的观点，即不急于进行投资调整。待市场更活跃，升势确立之后，会有更好的机会。目前市场的颓势造成调整持仓结构的成本极高。更重要的是，一旦时机有利于我们售出（对此我将充分把握机会），我认为才是进行全面调整投资结构的最佳时机。

我认为当务之急是列出一份目前持仓的明细递交金融委员会。这样做有助于未来的调整，并为董事会提供一份指南，同时在细节上给我们指示。金融委员会的全体成员应标明那些按目前市场价格他们非常希望保留的证券，即那些他们坚持认为目前售出是错误的那些品种。这将使我们确定那些谁也没有信心的证券。所有投资机构所犯的致命错误之一，就是在他们的有价证券组合中往往包括一大串已被人遗忘的品种。当初购买这些证券的理由已不复存在，同时也不再有人看好它们。

这也为我们提供一次适当集中证券的机会。通过出售这些过时的证券来增加一些至少我们有一些人愿意热情参与的投资。

4．最后一点请求：与早期投资者相比，现在的投资者过于热心每年、每季、甚至每月评估手中的证券。眼睛里只有资本的增值和减少。而对于收益、前景和内在价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值却极少关注。因此我呼吁，收益的问题不应被忽视。一段时期的收益至少与我在开篇时谈到的正确投资的考验具有同等价值。

1937年，我们的账面收益率是5.5%——以市场价值计为5%。根据推测，1938年会出现一定程度的账面收益减少。虽然其市场价值可能不会减少。这个收益增长是近年来逐步提高的。每年账面价值增长高于1%。我推测市场价值为接近0.5%。

我想继续将增长目标定在超过5%的市场价值。如果我们持有40%的金边债券，而其平均收益率低于3.5%的话。这意味着你已持有收益率相对高得多的大量证券了。我本人认为最安全和最合理的收益来自于高收益和低收益证券平均的组合。如果中等收益的证券一般在4%～5%之间，那从长远的观点看，这类证券的回报不如有稳定收益的金边债券，也低于高收益的股票。如果投资方针的改变会大量降低收益和股权投资收入或者过分增加收益率在4%～5%之间的证券投资，我会感到十分遗憾。简而言之，我希望组合中金边债券和股票投资比重高于平均数。

你永远的

J.M. 凯恩斯

下面这封信写于战争刚刚爆发。

1939年9月20日致F.C.司各特。

关于投资情况

直到最近，在美国大量投资仍有技术性障碍。而许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可证却不费力气拿到手了。目前售出总计金额为28000美元。尚有一些未售出，但价格高于市场的不多。如果目前市场保持上扬的趋势的话则每天可以再出手一些。

关于今年你需要的周转资金，你的说法使我放心了。根据巴贝（普鲁文希尔公司的秘书）最近提供的银行账面情况，我强烈建议将这次售出的一大部分进款进行再投资。

我同意你的意见，即市场可能再度走软。而目前也不是太理想。清理战前的仓位，金边债券发行的停滞，强制性的保险计划，以及对新税收制度的恐惧，使大多数购买者踌躇不前。结果一些过去价格昂贵的工业股票，现在购进的收益可达到7%更高一点。如果我们试图在最低点抄底，可能会错过时机。从长远看我不认为应该买入。我不认为战争年代为了自己前途，人们手中应持有多余的现金的观念。因为可以肯定的是，最终贬值的是货币而不是证券。

我看好的股票是巴克莱银行皇家烟草（那天我在6.5英镑时卖出，现能在5英镑时买回）。甚至如伦敦郡这样的电力股，估算其现在的价值的根据是既然能暂时节电，那么他们也将永远这样做。马克斯和斯宾塞，乌尔维斯，钢铁股票也不错，确实可以列出一个长长的单子，这些股票都下跌了20%～30%以上。

我想知道你对保险公司股票的态度。例如普鲁丹希尔，它曾大幅度下挫。今年的最高价是35.75英镑，8月23日为31英镑，目前价格是21英镑。你真的认为普鲁丹希尔损失了40%的资产？不久前我们在19英镑的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位售出了珍珠股票。我们可以重新买回，价格仅为12.5英镑。对我来说这些股票比起那些受青睐但价格坚挺的原料商品股票确实更有吸引力。

再来看军火股票，这方面对税收制的恐惧似乎正失去理智。约翰·布朗除它本身固有的优势外，目前业务繁忙，价格却下跌了25%。飞机公司年初以来已下跌50%，现在价位的理由是这些公司再也不可能达到战前利润的平均数。再回头看电力股票，伦敦郡已从年内46先令9便士(最高价是1938年51先令9便士)下跌到41先令6便士，进而在8月23日又跌到28先令9便士。所有这一切都是荒唐的。

让我概括一下，美国股票的英镑值大多上升了40%以上。而最好的英国股票都下跌了25%～30%或还要多一些。换句话说，美国股票相对于英国股票而言在过去的几星期中已涨了100%(当初值100的美股，现在可以卖140，而当初值100的英国股，现在70就能买到)。

参照目前的英国股票价格，我觉得如果比原计划更快一些售出美国股票而不追求过于理想的价位恐怕是明智的。这些钱应择优投资英国股票。当然，如果想手中多持现金的话，我更倾向于不必急于卖出英国股票，以期价格进一步上涨。

我将在剑桥度周末，请把信寄到那里。我不想掩盖问题的复杂性。虽然我认为以上观点颇有说服力，但以此为据进行操作不管是我个人还是对皇家学院来说都相当困难。但是，毫无疑问，如果美国市场在下周内再升10%(如果中立法通过这是很有可能的)，而英国市场仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然不动的话，我感到运作起来会容易得多。

我最近在这里见到了许多人。昨天在财政部开了很长时间的会。有人过于严格地把我们组织起来，反而出现了混乱。但愿情况会稳定下来。目前的大后方一团糟，我们正处于战前的劲头。但如果一切听其自然的话，这个国家绝大部分经济生活在一个月内就会停顿下来。我相信我们正逐步卷入其中，最终会振作起来采取理智的行动。

再说一说令人高兴的事。埃尔姆赫斯特一行拜访了我。他乘飞机来的，几天前刚离开华盛顿。他们和总统有密切的接触。他们相信中立法能够通过（关于这一点很快就能得到证实），根据他们的观点，实际上华盛顿和纽约的每一个人都相信，如果伦敦或巴黎遭到轰炸，美国是会以某种形式参战的。但如果我们自己处理得当，与美国共同开辟一条完整的经济战线而不是请求他们派兵，对双方会更容易一些。从感情上说，美国人由于他们不能行动，因而比我们更为激动。反德的情绪普遍且激烈。他们说每个人不论党派都同情支持我们。

你永远的

J.M. 凯恩斯

一个月后，凯恩斯向司各特解释他近期的投资活动，也显示了他享受自由操作的乐趣。

1939年10月20日致F.C. 司各特。

我亲爱的司各特：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于你可能不清楚我在金边证券市场进行的投资，我最好在下一次董事会会议之前向你作简要的汇报。

你一定记得，两年来我坚决不接受因卖掉我们的长期证券，如统一公债，购进相对短期的品种从而造成的收入减少。你将来还会记得，其原因在于我认为前者大幅度贬值的程度还没有到牺牲已有证券的地步。

正如最终结果显示的那样，我们的处境是尴尬的。在过去的一两个星期里，我们拥有的主要品种统一公债，比它的最低价格上涨了7.5%，而其他好几种最看好的短期证券却仍可以在最低价买到。结果，我有史以来第一次认识到，短期证券比像统一公债一类的无到期日证券有更高的净收益。但我看来这似乎是市场混乱无序的表现。只要这类公司的经理静下心来研究他们的损益表时，这种状况就会结束。因此，我颇为矛盾地发现目前是一个由长期证券转向短期品种的适当时机，至少应部分调整投资方向。这意味着相对于偿债收益来说，牺牲一点经营收入。但它确实起到了在没有真正作出牺牲的前提下增加投资组合的安全性。例如，我一直在抛售统一公债，毛收益为3英镑15先令4便士，净收益为2英镑7先令，并部分购买国防借款。该品种利率为3%，这是必须在1958年按原票面价偿付的，毛收益为3英镑12先令，净收益为2英镑7先令6便士(实际上只比统一公债高几便士)。实际上我还买进了好几千英镑的“伦敦电气运输”(最迟在1955年偿付)和2.5%的“铁路金融”(1952年偿付)。从现在起只有13年，第一项的毛收益为3英镑17先令7便士，净收益为2英镑16先令或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说实际上比统一公债的净收益率高出了10%。这两种证券都是政府担保的品种，与铁路信用毫无关系。我一生中从未见过如此混乱的局面。对于目前的大转变还有一个原因，我们的统一公债由于所得税原因出现大量亏损。事实上我们将从所得税上收回的数目几乎等于自去年年底以来的所有的统一公债的亏损，即仅仅将我们拥有的大量统一公债转为政府股票，这一转换的本身可减少的税额大约相当于今年金边债券所有的亏损。

实际上目前我操作的规模都相对较小。原因之一在于市场状况不适合大量交易。我买进的比卖出的要多。因为我对财务状况不能随时掌握，但在下周三会议上了解情况后我会很容易判断。或许你周一早晨可以给我发个电报，因为今天我希望再卖一些。到周一我们也可能会发现投资过多了。如果时机成熟，我们能否进行大笔交易，这一点我希望了解你的意见。我现在抱有相当的希望，即如果年内不出意外，今年账面价值就不会出现亏损。毫无疑问，按以上方向进行更大规模操作的话，一定能大大改善经营状况。

非常感谢你10月16日的信及提出的几项建议。你的曼彻斯特经纪人提供的价格表反映的大概是两三个星期前的市场状况了。至于大干线你要付90，而不是你说的80才能买到，至于酒厂的优先股现价已不低于27先令，而不是你说的24先令。另一方面，华特内优先股的价格与你说的差不多。我想限价购进一些来看看市场情况。

你永远的

J.M. 凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1940年4月司各特对于是否应减少普鲁文希尔公司持有的电力照明和联合天然气优先股表示忧虑。凯恩斯试图让他放心，并谈及一些历史旧事。

1940年4月10日致F.C.司各特。

亲爱的司各特：

关于电力照明股

每次谈及我们赢利最多的那些证券时，我都会有丢面子的危险。恐怕电力和照明将作为一个灾难性错误长期驻留在你的脑海中，就像过去的奥斯汀汽车公司股票一样。

但我认为如果我们不回顾历史，就不能做出正确的判断。六年来我在美国市场关注最多的就是这些证券，而且我们曾几进几出。因而我让马凯为此起草了一份有关整个过程的报告。

你将看到我们目前在电力照明及联合天然气优先股上仍有赢利。实现和未实现的利润大约有31000英镑。我们目前仍持有的市值为48000英镑。但是如果考虑到有31000英镑的利润，那么我们实际投入的现金仅为17000英镑，或者说是总数的1/3多。而且我一直等待的大机会尚未来到。因而即使有目前的遗憾，我们的业绩仍然不算差。我相信假如一个人从事一件从根本上来说是合理的工作，也就是说，使本身价值大大超过市场价格，那么市场终将在不可预知的某一天为你带来财富。

关于电力照明优先股的信函来往使我深受鼓舞，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为自从我们开始通信讨论这件事以来它已经上涨了40%。几个星期前你开始写信给我时是22.5，最新报价已是31。这从马凯的报告中可以看到。自从上封信以来，我们又售出了100股联合天然气优先股，它的价格已升到前期高位。

我得到的最新消息说，此番价格上涨可能是由于联合天然气优先股的欠款问题因新的资金计划而有望解决。据说，人们所期望的还要高。短期并不这么乐观。我是说这些事或早或晚必然要发生。但没有几个美国投资者会以判断6个月以后的情况为依据买股票，即使传闻的真实性极大。正是利用他们的这种心态，我们才能赚大钱。

我知道你不会相信我。但正是集中购买少数你最满意的证券，获利才最大。我想像自从我们开始工作以来，普鲁文希尔公司的收益基本全部来自于奥斯汀、电力照明以及联合天然气的股票。无论如何，我可以选出我最喜欢的六个宠物，仅来自它们的收益就大大超过我们总的赢利。一般说来，杂乱无章的投资组合不会有什么赢利。如果不赔不赚可能就是最好的结果。这是我从自己全部投资经历中得出的经验。在皇家学院的活动以及我个人投资也证明了这一点。我个人投资的收益比普鲁文希尔要好得多。唯一的解释是我的宠物占组合中的比重通常比普鲁文希尔公司的还要大。当然我的资金实力远远不足。

你的

J.M. 凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1940 年，凯恩斯回到财政部工作后，他与普鲁文希尔的联系有所减少。特别是当他一度忙于就税收和证券发行政策问题向政府提供咨询时更是如此。当然，他仍有时为公司提供咨询帮助。

比如，1942 年 1 月，凯恩斯为普鲁文希尔买进了 10000 股埃尔德·丹普斯特股票，他在 1 月 10 日向司各特汇报。1 月 13 日，司各特回信说，他“看不出有任何理由一次购买这么多股票”，并建议在六个月中抛出一半。凯恩斯于 1942 年 1 月 16 日就此答复司各特。

亲爱的司各特：

很抱歉买了这么多埃尔德·丹普斯特的股票。我好几个月没有发现这种质地好，公司尚未投资，而且能买到大宗的品种。几个因素加在一起使我头脑发热。另外我长期受到自己谬见的影响，即一只好股胜过 10 只差股。而我总是忘记几乎没有其他的人同意我的偏见。现在的价格可能已上升 3/6 便士，所以你可以卖掉你认为多余的那一部分，而不会有亏损。

你的

J.M. 凯恩斯

1942 年 1 月 29 日司各特为此致凯恩斯。

感谢你的来信。我把信放在一边想迟些回复。我无法肯定这封信是否需要答复，甚至你是否希望收到回信。但我在火车上时时都在考虑这件事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我常常记得弗克曾用不可辩驳的逻辑(他曾头脑很清楚)为朱特工业优先股辩护，并鼓吹购买这些股票既是必要的也是合理的。然而我相信我们没有比那次更糟糕的投资了。我是由一个非常聪明的父亲抚养大的。我不信任数字，反而喜欢记诸如管理、竞争、经济衰退与繁荣这样的因素，以至于经常向那些颇具说服力的数字挑战。

因此我想对你的假设提出质问。根据埃尔德·丹普斯特公司文件提供的数字，你有资格说你选择了一个赢家，或者说另外10项投资经过合理细心的分析，可能不会成功。你恶意地在用未经证明的假定为自己辩护，对此你完全清楚。假如我给你20000英镑让你代理投资，我有理由为你将投资分散在四个项目，而不是集中在一个项目上感到轻松一些。

我不知道问题是否会进一步加剧，我们之间是否会在根本性投资原则上产生某种不一致。我对责任的理解是应将保护公众信心不受伤害放在首位。我们的投资是要给那些投保人一种安全保证，即我们将履行合同。我们的第二个任务就是要确保大部分资金处于半流动状态。第三就是要获得合理回报。而只有作为对以上责任的补充，我们才有权考虑资本赢利。我们主要的着眼点是将市场钟摆的波动减少到最小。

有时我会这样想，你将会降低我的道德水准并鼓励我进行秘密犯罪。即把资本利润作为我们投资计划的核心。这实际上不把我们用于投资的资金，看作是主要业务的保险业的补充，而视之为公司同等重要的赢利手段。我不怀疑，你将愤怒地否认我的指责，而且如果有时间和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

精力的话，你会用毁灭性的论点回击我的责难。但是我仍相信，你和我的赢利动机——这个魔鬼只会进行暂时的战略性的撤退。它在等待时机。

认真地说，我完全相信无论是在大的投资品种还是某个具体项目上，单项投资不超过某种限度是正确的。至于投资股票，我认为对一只出色的工业股至少应投资5000英镑，而当市场风险可以把握时可提高到10000甚至20000英镑。我知道像埃尔德·丹普斯特究竟属于哪种情况只是个人看法不同的问题。但我本来应该想到像这样一家主要从事单一航线运输的航运公司，——西海岸贸易风险太大。最多只适合投资5000至7500英镑。市场价格合理并不是增加投资的理由，最多只能稍稍增多一点。我说的一切会令你讨厌，但你必须忍受我的保险倾向和思维方式，将任何事情都简化到极点以及对平均化法则的偏好。

我并不惧怕这项特殊的投资对我有任何损害。我完全可以把它搁置一边，直到我们认为有其他更为合适的航运公司股票时再做其他考虑。但你的信充满火药味，你在我们下次见面之前可不必写信给我。你也许能原谅我的勃然大怒。

你忠实的

F.C. 司各特

1942年2月6日致司各特。

亲爱的司各特：

我现在的闲暇比平时还要少，你必须原谅我不回复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你1月29日的信。你信中提出了一个长的只有写论文才能答复的题目。另外，关于这个题目我们两个人曾经发表过意见。因此，我可否简单表述以下几点：

1. 我承认这种证券我买得过多，少买一些更好。

2. 我说过买一种好的证券胜于买10种差的证券。当然，正如你所说，我在用未经证实的假设为自己辩护。正确的说法是，我宁可进行一项自己有足够信息来判断的投资，而不是投资10种自己知之甚少甚至一无所知的证券。

3. 我视资本利润和收入增加为成功的标志。但这次我并非以资本利润为目标。应该说，很少有投资者比我更能抵御获取投资利润的诱惑。我允许别人批评，因为我总是尽力看长远些。如果我对资产和获利能力满意的话，我也准备忽视一时的价格波动。我的目标是购买具有令人满意的资产和获利能力，以及市场价格相对低的证券。如果我做到了这一点，那么我就同时做到了安全第一和资本获利。所有的股票都会暴涨暴跌，安全第一的策略实际上是必不可少的。而一旦你实现了安全第一，就能获得资本利润。因为如果一种股票具有安全、优质、价格低廉这几种特点，它的价格一定会上涨。埃尔德·丹普斯特就是一个很好的例子，我并没有对这种股票很快上涨有任何预见。我选择它因为它使我感到非常安全。除短期波动外，它在几年内不太可能下跌。

我没有足够的知识和能力进行广泛的投资。时间和机会也不允许了解更多。因此，随着资本金的增加，单项投资的规模也必须相应增加。我倾向于根据市场状况扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大投资规模。

4．至于什么是获取资本利润的投机项目，我想举南美股票和处于冲突地区的石油公司股票为例。我毫不否认这种投资可能获利。我提出反对意见是因为缺乏这些公司的信息，从而无法作出决断。因而高风险是显而易见的。与对一家有足够了解的公司进行大笔投资相比较，假如安全第一的方针允许在很多不同方向大量进行小规模投机的话，那么我认定这是对投资策略的一种曲解。

5．我们在普鲁文希尔公司进行的投资规模与我本人认为完美的状况相比实际上已作出了代价高昂的妥协。在这方面有一个极好的投资收益测试。我们可以将普鲁文希尔公司和皇家学院账面效益进行比较。皇家学院的投资分布在金边证券和其他方面，与普鲁文希尔大同小异。回避过大风险而倾向于稳定收入的观点对一所学院与一家保险公司来说至少同样重要。因为我与这两个机构都有密切的联系，它们所购买的主要股票也很相似。每当其中一家集中购买某一品种时，另外一家几乎也会效法。

然而，皇家学院的收益要比普鲁文希尔公司好得多。我肯定其原因是我们集中投资的规模要大得多。其规模和普鲁文希尔的规模相当，皇家学院用于投资的钱只有普鲁文希尔的三分之一。那里的投资严格局限于我感到自己能判断的股票，在这点上我们做得还不够完美。如果我们一直坚持这个原则的话，那么我们的收益就会更好。回忆起来，我觉得这一条特别适合与伦敦市场不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的美国市场。虽然总的来说，在美国市场投资收益还是相当不错的。

那天我们回顾自己的投资经历，试图找出带来满意投资效果的原因。结果似乎是(只有在美国市场有一两处小的例外)，几乎没有发生过大规模投资的集中性亏损。市场波动其实很大，每一项大的投资最终都证明是成功的。因此，一方面利润逐步增加，相对来说却几乎没有需要补偿的大额亏损。实际上我们的大笔投资结果都很正常。

以上我试图以投资效果来检验安全第一的原则。在皇家学院获得利润的投资项目上普鲁文希尔也几乎总有赢利，但赢利相对于总投资的比例不相同。

你永远的

J.M. 凯恩斯

司各特在2月9日回信称："你所写的一切极令人感兴趣，使我思绪万千。"他约凯恩斯在伦敦见面。他们在2月12日如期会面。

他们的最后一封信是在战争结束时写的，当时司各特突然决定增加普鲁文希尔公司的银行存款余额。凯恩斯起初对此表示怀疑，当收到司各特称之为不满意的答复时，写了下面的信。

1945年7月25日致F.C. 司各特。

亲爱的司各特：

我仍不清楚既然税金来自于我们的利润收入，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们怎么会因为税而缺少现金呢？而且，从现金的角度看，我们不必考虑欠款和未来账目。因为税金在欠款中每年的数目都是一样的。真正的问题是，是否公司的工人补偿和海洋等部门方面的收益下降超过汽车和其他部门的增加。在这点上，我粗略地看了一下你们的数字。从数字上看，差别并不大，即减少的数目比增加的数目大50000英镑。这样，目前的利润在扣除税金后足以补偿这个差额。如果计算结果确实如此的话，我们都应感到惊讶。当然这是另外一回事。

然而，不管这些具体数字最终会如何变化，其中包含的观点却有很大差异。如果想减少负债的话，我们应当适当考虑可转让证券。证券可转让与不可转让在长短期证券中表现出极大的差异。我认为偏好可转让证券有一定道理，这恐怕不会是暂时的现象。因为一般来说，一家保险公司从可转让的角度看应该是流动性很强的。

我自己在制订投资政策时在这方面的目标是明确的。应当说我们比大多数保险公司都具有大得多的流动性。因为我们的不动产抵押品和其他不易转换资产比别家公司少得多。事实上，在上次董事会上，我们已经采取明确步骤出售几种看起来销路不畅的证券。

如果要在现金、近似现金和投资资金之间进行选择的话，在我看来似乎主要取决于其他方面的考虑。首先是一般性风险问题，而我们交易的大部分是平准基金。第二个考虑是在我们作出判断时价格的高低。

基于以上考虑，如果有新的情况出现，我将大大受此影响并倾向于近似现金，如果两年之内市场情况超出人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们估计我将毫不惊奇。但目前的状况对我来说很显然是另一种性质。超额利润税及其他战争措施妨碍了有价证券反映货币价值的变化。但这种情况绝不可能持续太长。我相信在可预见的未来，货币贬值的趋势没有逆转的可能，对此我充满信心。我预测当我们真正进入和平时代时，经过精心选择的证券一定会有出色表现。更重要的是，未来真正的风险，是我们是否能及时介入以期价格进一步上涨(这一点很难有把握地预见)。阻碍我们介入的可能有内部的原因(即工资上涨)，也可能有外部原因(即国际市场食品和原料大幅涨价)。这些才是我们将面临的真正的风险。对此明智的投资者应该尽力回避。

至于利率，道理也是一样。出乎很多人的预料，金边债券的利率呈下降趋势。并有继续下挫的可能。虽然其幅度可能不是太大，但回升似乎更不可能。依我看利率不断下调的最终后果目前远未在有价证券的价格中充分反映出来。

我预见，这些目前不明朗的趋势和能量，在适当的时候对普通投资者来说会变得清晰起来。到那时，可能会出现极端情况。

更重要的是，对我们来说不管喜欢与否，一个令人讨厌的问题时时困扰着公司。这个难题便是公司的税收问题。目前公司的纳税方式对我们投资产生的利润有极大的稳定性影响。这种方式与保险业的做法完全不同。也就是说公司很难保留任何实质性的实现利润。对此，你一定也很清楚。但同时，我们也不会受到亏损的影响。我们目前的困难在于，如果在事实上我们不得不将一大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔钱变现，这意味着必须实现一大笔利润，但这笔利润的一大部分都同时变成了税金。但事实上几乎我们所有的投资收益都超过投入，有时还远远超过。因而不存在由于税收而不投资的问题。如果我们必须变现（虽然我个人认为这种情况极不可能），而此时我们持有的证券正处于跌势之中，我们完全可以精心选择一些最不看好的证券出售。此时这种税收制度会大大补偿我们遭受的亏损。

依我看，真正的令人困惑之处还不在于此。在不久的未来，变现（无论是由于升值而获利还是因贬值而亏损）将是极为困难的。市场处于一种无可奈何的不死不活的状态。再看长久一点，人们不希望这种局面持续下去。因此我们正处于一个极好的买进机会，而且短期几乎完全不存在风险。即使我们投资失误，也有机会在损失很小的情况下进行补偿。而如果我们投资正确，一般来说我们可以一路持有直到更有利的税收方案出现后再变现。

你能看到我是从较为复杂的角度来认识形势，而不是简单地把问题看成是我们的资金近期会增多还是减少。在目前的情况下，正如我们刚刚解释的理由，我们的资金规模在市场上不会出现大的资本损失。但如果我们目前拥有过多近似现金的话，则可能出现现金大幅增加的局面。然后我们就会被迫在市场不好时重新进入市场。如果我们在危险期来临之前充分投资，那将对我们是最安全的。因为此时扭转运营方向要容易得多，同时当市场出现新情况时，采取应急对策也方便。当然，在实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际操作中，我们能够也应当有所变通。但以上是我所能提供的最好的投资建议。所以我应该毫无保留地让你知道。

又及，以上建议成于大选之前，但我特意推迟几天寄出，以便根据大选结果作些补充。很明显，大选结果会使市场暂时出现令人不快的局面。但如果我们不是鼠目寸光的话，我相信，大选结果只能使以上结论更明确。原因如下：

1. 新的政府或许比旧政府更坚持低利率政策；

2. 提高工资引起通货膨胀的可能性，我认为要比以前更大而不是更小；

3. 现行税收制度仍将继续对我们的投资产生稳定性影响，即同时减少我们的投资效益和投资亏损，这种影响甚至比过去还要大。

我感到无论如何大选的结果都不会严重影响我的观点。我是这样写的，也一直是据此操作的。但是，我们还须把这些带到下次董事会上讨论，所以没有必要同时再做什么事情。本周初，关于董事会要求的购买雷兰斯股票一事，我推迟了几天。今天刚刚开始限价买进。根据上次董事会所计划的再增加 20000 英镑的普通股票投资，我们实际上持有的证券并没有什么增加，因为购买雷兰斯的计划尚未完全实施完毕。

大选使凯恩斯在财政部的职位发生了变化。政府要求他“暂勿活动并保持缄默”。后来，由于贷款谈判和其他工作安排，凯恩斯从此以后无暇参与普鲁文希尔公司的投资业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ⅲ. 凯恩斯和皇家学院

凯恩斯自1909年当选皇家学院特别会员起，便积极参与学院的金融活动。特别会员的职责是对学院进行账目审查。这就是说，他和其他账目审查员必须检查学院的账目，并随时向特别会员们报告问题或提出建议。1911年他成为学院财产委员会成员。

在他所参与完成的三份审查员报告中，曾请求学院财务总监考虑将账上的钱进行更有效地利用。但此请求没有得到答复。1910年，审查员们提供了一个合理的例证，说明需要改进资金管理。他们指出，一年中只有两个星期学院的现金余额低于3000英镑，有8个星期余额在4500英镑以上，而一年有三分之一的时间，余额都多于6000英镑——这是基于通常固定开支不变的情况。1911年，由于学院没有采取任何措施，审查员们又提出了更尖锐的意见。也是在这一年，有人建议对食堂改进管理和节约措施的可能性进行调查。因此毫不奇怪，在经历又一年的体验和财务工作仍旧毫无生气的情况下（这一年一些年轻人加入了学院的低级干部会议），凯恩斯在1912年秋季的年会上提出了3个动议。第一个动议再次抨击财务部门大量现金余额没有发挥作用。这一动议获得大家认同。动议之二是请求成立一个委员会将厨房的饮食服务部、餐后休息部的价格和合同进行综合考虑，并调查工作人员就业条件。这一动议也获通过。凯恩斯被任命为委员会成员。第三个动议是将特别委员会成员的红利从每年120英镑提高到130英镑。动议的潜在含意是对财务部门的意见不信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任。该动议遭激烈反对而流产，但凯恩斯被选为学院委员会成员。后来这些提议因大战被搁置起来。虽然凯恩斯在1913年成为委员会委员并考虑辞退学院财务总监的问题。

从财政部回到皇家学院后，凯恩斯积极参与学院的金融事务。1919年11月，凯恩斯成为助理财务总监，1924年起直至逝世一直担任第一财务总监。凯恩斯第一次施展他的影响力是在1920年。当时学院同意授权投资30000英镑，购买外国政府非托管证券，这是“切斯特”项目的开始，它后来的业务扩大到股票、货币和商品投机生意。

有关凯恩斯财务总监兼投资者的经历，表6提供了一些综合数字。在考察这些数字时，请记住学院的投资受到很大制约。数目较大的资金，如30年代中几乎有一半有价证券组合被限制为托管人证券投资。1920年后只有一项资金（“切斯特”）和后来的两项资金（资金B和C）不受此限制。这些资金的投资业绩加上限制于受托人证券的资金A在表中分别计算。最后，我们必须提到凯恩斯担任财务总监时学院曾参与大量财产交易。除去1925年，20年代的每一年中凯恩斯都出售财产。而在1925年他在北林肯郡购买了农田。这段时期，凯恩斯的销售额达到200000英镑。30年代初，出售财产仍未中断。但整个十年中，购买净额为6000多英镑。根据1939—1945年的审计，凯恩斯作为一个财产购买人共计花费大约140000多英镑。

在代理学院的投资方面，凯恩斯也极为活跃。这与他在其他方面的金融活动如出一辙。他为“切斯特”代理的操作显示，除1945年审计时他仍持有的股票外，30%的股票不到3个月就易手，只有15%的持有期超过3年。然而如同他个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有价证券投资一样，他的交易活动在他生命的后期逐渐减少。1945年"切斯特"有价证券组合审计表明，证券平均持有期为6年。从某种程度上说，这种长期持有证券的投资策略反映了1939—1940年生效的交易控制规则的效果。规则要求售出一美元的证券，售出者必须将收益汇交财政部收转。这些规定了把凯恩斯美元有价证券的交易局限在不必授权操作的品种上。

正如以上提到的，凯恩斯参与皇家学院的操作也包括货币和商品投机。至于前者，数目看起来不大；4次货币投机交易盈亏仅为1000多英镑。1931年以后凯恩斯在商品投机方面很活跃；9年中有8年实现的利润超过1000英镑。至于其个人投资业绩，最辉煌时期为1936—1937年间，赢利创17000英镑个人记录。第二年的亏损亦创下个人之最：12600英镑，无论是学院还是个人投资，主要亏损品种是猪油。

表7　皇家学院证券投资指数1920—1945年

年度（8月31日截止）	总投资	1920年后升值百分比	"切斯特"		资金A	资金B	资金C	收入百分比(1)
			净值					
1920	100	–	100		–	–	–	2.6
1921	106	5.8	n.a.		–	–	–	4.5
1922	120	16.7	n.a.		–	–	–	5.0
1923	126	20.0	n.a.		–	–	–	5.4
1924	117	23.5	n.a.		–	–	–	5.9
1925	114	26.8	n.a.		–	–	–	6.9
1926	120	26.6	n.a.		–	–	–	6.2
1927	121	23.7	234		–	–	–	5.8
1928	127	24.5	226		–	–	–	5.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续 表

年度（8月31日截止）	总投资	1920年后升值百分比	“切斯特”		资金A	资金B	资金C	收入百分比(1)
			净值					
1929	128	23.5	228		–	–	–	5.2
1930	131	15.3	154		–	–	–	5.9
1931[f]	120	3.9	116		–	–	–	6.2
1932	137	7.8	168		–	–	–	5.2
1933	164	30.0	227	100	100	100	100	4.2
1934	185	38.9	302	133	116	115	110	4.1
1935	197	48.1	436	192	120	130	110	4.3
1936	229	57.4	680	300	126	150	115	4.5
1937	230	56.8	738	325	120	160	105	4.9
1938	208	38.2	442	198	95	130	98	5.3
1939[g]	200	37.1	499	220	89	123	108	5.0
1940	183	33.2	421	186	83	104	130	6.5
1941	222	44.3	562	248	105	129	164	5.5
1942	235	45.1	557	246	113	135	179	5.2
1943	273	52.9	857	378	119	166	211	4.7
1944	293	54.8	981	433	121	175	220	4.3
1945	346	50.7	1124	496	119	189	238	4.5

n.a. = 无数据

a. 总投资数字包括“切斯特”，资金 A、B、C，托管人证券以及农业部监督管理的资金（不包括不动产）。

b. 数字不包括对其他学院资金的负债。将这些款项扣除后，并考虑到“切斯特”通常会花掉上年的所有收入，“切斯特”的指数是 1920 年原始投资额的资本升值和贬值的指数。

c. 仅限托管人证券投资的资金。

d. 仅限英国股票投资的资金。

e. 本时期末只有 10000 英镑多一点，只用于消耗资产投资。

f. 11 月 1 日

g. 10 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于凯恩斯参与学院的经济活动我们有两份包含其投资哲学的陈述。陈述反映1937—1938年度的投资结果。第一份陈述报告首先是为普鲁文希尔董事会准备的,(同时也将用于国民互助人寿保险协会董事会);第二份陈述是专为皇家学院内部参考而写,其中某些附件我们在此没有刊印出来。它们提供了皇家学院投资的各方面的精确数字。

致普鲁文希尔公司备忘录,1938年3月7日

投资效果

一、普鲁文希尔与国民互助人寿保险协会的比较

1. 英币普通股票

我们有普鲁文希尔公司1929年以来详细的投资统计。1937年12月31日,成本升值超过平均资本投资的53%,或者说在9年中每年升值达5.79%。红利每年达资本投资的5.45%。因此每年总收益为11.24%,这段时期,投资大幅度增加,最终投资额稍多于平均投资额的2.5倍。在1933—1936年,投资收益好的3年内投资额比1929—1931收益差的3年要大得多。另一方面,1937年投资收益最差,但投资量却最大。下面的表8显示,某些数量级的投资收益实际上较差。另外,这种计算方法也删除了相应时期的所有交易利润。

国民互助人寿保险协会的股票收益仅为平均投资额的1%。

2. 美元证券

普鲁文希尔公司的统计没有将优先股和普通股区别对待。而且他们没有从1931年1月1日前就开始计算。1937年12月31日,最终投资资本累积损失5.57%;但由于投资资本的大幅度增长,平均投资资本的损失为11.5%,即年平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均1.65%。以上计算扣除了套期交易利润，其中部分为法朗和荷兰盾。如果仅计算美元交易利润，累计资本损失将再提高2.75%。

国民互助人寿保险协会的情况是，如果将所有交易的收益都包括进去，平均投资资本损失为8.9%，每年为1.26%，最终投资资本损失为7.78%。由此看来协会平均投资损失比普鲁文希尔公司稍小，但最终投资收益则更差一些。

3. 总投资

普鲁文希尔公司从1930年1月1日到1937年12月31日，8年间最终账面价值累计升值为16.3%，平均投资资本升值为23.2%，或者说每年升值2.9%。同期国民互助人寿保险协会最终投资的总升值为14.4%，平均资本投资的升值大概也相当于这个水平，年升值约为1.8%。

二、与皇家学院的比较

学院有5项投资资金，其中3项仅限于托管人证券投资。另外两笔资金我们姑且称为资金甲和资金乙。这两项资金的英镑投资主要是普通股票，持有的优先股很少，偶尔也短期涉足其他股票品种。但美元证券中包括几种优先股。资金甲中没有美元证券，但包括较大比例(虽然数目不大)的优先股和其他股票。总的来说，投资更保守一些。年收入的稳定性对资金甲显得更为重要。而对于资金乙来说，利润来自资本或收入账户没有区别。不正常收益也无碍大局。

学院的金融年度是8月31日截止。年度开始时与1月1日相比没有什么不同。因为在这段时间内价值没有发生什么变化。但年度结束时需要进行大量调整，以便考察1937年9月1日至1938年1月1日间的较大幅度贬值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金甲(主要是英镑普通股票),现有的数字始于 1933 年 9 月 1 日资金开始运营。从比较的角度看意义不大。截止到 1938 年 1 月 1 日的 4 年间,资本累计升值与原值相比增加 43.5%。由于投资资本在这段时间增加很少,所以没有必要进行调整。每年平均升值为 10.9%。

资金乙(包括大量美国优先股和普通股投资),这方面的数字记录是从 1928 年 9 月 1 日开始至 1938 年 1 月 1 日期间,累计升值达资本原值的 166%。但资金的支出大于收入,因而资本净额有所减少。另一方面,资本投资过多。除去上述因素,9 年内平均升值为 14%。

总投资

如果把仅限投资托管人证券的三笔资金包括在内的话,9 年内总升值达初期投资额的 58%。投入总额(作为净成本)在这段时期内增加很少,因而没有必要进行调整。年平均升值大约为 6.4%。

国民互助人寿保险协会的资金是普鲁文希尔的 4 倍;而普鲁文希尔的资金则是皇家学院的 2 倍半。这对以下投资收益的比较产生一些影响。

普鲁文希尔的税前股息收入在 9 年内平均每年刚好是 5%,因而总投资收益包括升值和股息在内每年增加 8%。

三、与波鲁丹谢尔等公司的比较

1937 年 4 月的一天,雷尼斯先生在资产统计研究所宣读了一篇关于一段时期内英国工业普通股票投资的结果的论文。在讨论的过程中,波鲁丹谢尔的一位代表提供了他们在 1926—1936 年间用指数数字表示的投资结果,这使我们得以进行以下比较(见表 9):

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个表有趣地显示出波鲁丹谢尔和普鲁文希尔在投资收益方面业绩非常接近。为了与国民互助人寿保险协会相比较，由于波鲁丹谢尔投资金额增加很大，这个表的价值大大打了折扣(国民互助人寿保险协会是这方面的先锋)。但与普鲁文希尔公司进行比较，则关系不大。以这段时期账面成本计算，波鲁丹谢尔的普通股票投资增加了3倍。而普鲁文希尔已超过4倍。

如果我们把整个时期的投资结果按账面值100英镑来考虑，即排除投资增长的因素，也排除了在错误的信贷周期买卖普通股的影响，结果(包括我的算术错误！)如下：

这里又一次看到3家保险公司的投资效果是多么惊人的相似。在这一时期的开始阶段，波鲁丹谢尔成绩最好。公司代表在讨论时提到他们曾捕捉到一些不寻常的投资良机。但到这一时期的末期，普鲁文希尔领先了一步。值得注意的是，所有这3家保险公司最后的冲刺都很出色，均突破了两项指数。

表8 9年内年增值一览表

(截止期为1937年12月31日) %

	英镑普通股	美 元	年升值总额
国民互助人寿保险协会	+1.0	-1.3	+1.8
普鲁文希尔	+5.79	-2.75	+2.9
皇家学院	*资金甲 +0.9		
	资金乙 +14.00		+6.4

* 仅四年内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9 市值占账面价值的比例

	波鲁丹谢尔		国民互助人寿保险	普鲁文希尔
12 月 31 日	1928	129	123	114
	1929	119	99	110
	1930	98	84	89
	1931	78	58	73
	1932	93	77	89
	1933	115	98	115
	1934	131	119	130
	1935	141	130	142
	1936	151	144	160
	1937			119

年终	波鲁丹谢尔	国民互助人寿保险	普鲁文希尔	投资者长期指数	保险统计指数
1928	100	100	100	100	100
1929	96	85	90	76	83
1930	80	73	70	61	66
1931	63	52	57	49	50
1932	74	69	66	58	56
1933	92	86	83	72	69
1934	105	104	97	80	74
1935	116	114	111	87	80
1936	129	129	137	97	90
1937			110	79	74

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、总体看法

波鲁丹谢尔的数字只牵涉英镑普通股投资。一方面他们把握了一段投资的大好时机;另一方面他们过于庞大的投资规模阻碍了他们充分利用市场起伏等诸多空间。正是由于这个原因,1937 年他们的表现并无超人之处。这几家保险公司的投资经历大体相同,差异恐怕在于运气。至多我们可以说普鲁文希尔公司在 36 个洞后领先波鲁丹谢尔 2 杆,而开始时则落后 1 杆;而波鲁丹谢尔公司也只比国民互助人寿保险协会领先 1 杆。但是总体说来,三家公司的战绩均毫无疑问地击败了指数,真是令人鼓舞! 我们以表 9 作为比较的基础:1937 年底财产统计指数与 1934 年底相同;而普鲁文希尔公司保持了 13%的增值即相当于 1936 年底最高指数的三分之一(我怀疑原因之一是财产统计指数没有包括混合黄金股票。其持有的没有包括在指数之内的其他股票似乎没有起什么作用)。

因而,在我的日常影响之下,三家公司的投资方针及所持有的股票非常相似。对此的解释非常有意思。我想主要有以下三个因素:

(1) 皇家学院和普鲁文希尔都坚定地采取倾向长期金边和半金边证券的稳健策略,而国民互助人寿保险协会虽然与这两家公司的战略一致,但经营起伏较大。即使抛开现在的结果不谈,我仍然相信,这个策略(即使在短期内无法用这种或者那种方法衡量)仍将是下一个 10 年决定投资收益的主要因素。如果长期金边证券利率提高到比正常的平均数字高出 3.5%的话(只有在这个假设的基础上,以上的策略与那些持有目前收益低于 3.5%的已到期的定期证券相比才可能失

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

败)，现有的经济结构是不适应和平时期的。即使爆发战争，政府也需要降低借贷成本。

(2) 我认为皇家学院因几乎不持有国内外第二等级的英镑固定利息证券而使收益超过另外二家公司。皇家学院的财产要么是托管人证券要么是有价证券(包括一些优先股)和美国证券。毫无疑问，学院采取这种策略也是不得已为之。因为法律规定他们必须大比例投资托管人证券。但我相信其结果证明这不失为一种优势。在以上这一类投资中不会有非常规的利润来补偿那些经过精心挑选然而却出了差错的非常规的亏损。这是一种特殊类型的证券，它不可能上涨，只有可能下跌。除非是利率变化。那么此时第一等级的证券也会受影响。

普鲁文希尔在这方面稍稍强于国民互助人寿保险协会。因为它持有这类证券的数量相对少一些。与皇家学院一样法律规定了各种储蓄的要求，因而迫使普鲁文希尔持有大量金边证券。此外它还持有大批半金边证券。而此项获利对普鲁文希尔来说没有对国民互助人寿保险协会那样重要(从长远来看，持有矿山股票是最无风险的，因为它可以长期保持平均利润率)。

(3) 普鲁文希尔与其他两家公司相比不成功之处在于某些证券的持有量太小。虽然普鲁文希尔的投资资金几乎是皇家学院的2.5倍，两个机构就某一品种的平均投资额而言几乎相同。而普鲁文希尔的投资数目已大约相当于皇家学院的2.5倍。想想2.5倍的投资量这个概念！更惊人的是，虽然国民互助人寿保险协会的资金几乎是普鲁文希尔的4倍，普鲁文希尔的投资项目比国民互助人寿保险协会还要多50个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(按整数计算皇家学院的投资项目 130 个，普鲁文希尔 325 个，国民互助 275 个)。发现 130 个令人满意的投资项目比找到 325 个要容易得多，特别是如果你主要依赖某个人的知识和信息的话(国民互助人寿保险有更多的信息来源)。我本人相当关注，或者认为自己对情况有所了解的，大概有 200 多项投资，而金融委员会的其他成员可能关注着另外 50 个投资项目。普鲁文希尔公司则持有 50—100 种董事会基本不了解的证券。在你密切关注的 200 个不同等级的项目中，你某一时期确有热情的大概不到 50 个。我确信皇家学院之所以投资收益较好，主要因为它把资产的大部分投资于不到 50 个这样的最佳品种中去了。把自己的鸡蛋分散在很多篮子里，但没有时间或机会去看看有多少个篮子的底部有洞，这样做肯定会增加风险和亏损。

随着一个机构的发展，投资的项目也有必要相应增加。但对此国民互助人寿保险协会似乎比普鲁文希尔采取了更好的策略。我不得不认为普鲁文希尔公司可以减少 100 个投资项目从而增加获利。

当凯恩斯修改完陈述报告后，又补充一个说明寄给了理查德·卡恩。

1938 年 5 月 5 日致 R.F. 卡恩。

历史的回顾

附上修改后的报告。请你用复写器复写并给我寄回 4 份。等开会的事情定下来后再给财产委员会的委员们印发。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资方针的问题十分有趣。我敢说答案一定是变化多于逻辑。我可以说是信用周期投资法的主要发明人。我在长达20年的时间内看到有5家机构应用此法在不同领域投资。期间走过的道路曲曲折折。至今还没有看到一个成功的例子。除此经历之外,我了解的最按此逻辑运营的是几家美国信托投资公司。他们的效果也并不令人鼓舞。至于个人投资者,我认识一两个的作短期投机的中间商,他们的业务与较长时期的市场趋势关系不大,目前处境也不太乐观。但信用周期目前并没有留下足够的资本以引导当今的投资。

信用周期实际意味着市场下跌时售出热门股,然后在市场上涨时买进。考虑到费用支出和利息损失,要有非凡的操作技巧才能获得较大的收益。

我其他可选择的策略需坚定地相信自己有选择某些特殊投资项目的能力。这些项目平均的市场前景,应大大超过热门股票的指数。我认为在经营活动中发现这种投资项目,有时会出乎意料地容易,而且最中意的项目受骗的可能性非常小。另外,这种做法实际上是像利用信用周期一样利用市场波动,虽然方法截然不同。市场波动是促成交易的主要原因,而正是市场波动的不稳定性使另外一些人不敢利用价格波动。一些美国投资公司认为在一般认为是熊市时候拒绝买入物美价廉的品种就是典型的信用周期思维。对他们来说,合乎逻辑地进行投资是头等重要的,而且不允许有例外。也不能被选择超级品种的幻想冲昏头脑。

有关的一切我都在备忘录里进行了总结,从长远的观点看,安全简便的投资方法是用15先令的价格购进价值1英镑的品种,再以1英镑的价格售出,并希望用12先令6便士的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格重新买回。

又及：如果能在市场处于底谷时重仓出击当然比在市场处于高位时再投资更好，前提是你能做到。（我一直没有做到，虽然很努力。而且以前我主要精力就是追求这个目标）。但这对投资的最终收益并无大的影响。

你可以这样理解我的观点：关于信用周期我指的是根据股票与货币价值的关系相应买进或卖出股票。我的选择性策略是根据股票之间的价值比较决定买卖，尤其是注重股票的内在价值，发掘有大幅升值潜力的品种。当这些股票由于种种原因不是热门，即使是短期可能不看好也应坚决买进。人们很可能，或者说是毫无疑问，不愿意抛出那些已涨了不少的心爱之物，等出手时已为时过晚。但回忆起来，在这个问题上我并不太责备自己，出手过早容易损失更多。

J.M. 凯恩斯

致剑桥大学皇家学院财产委员会的备忘录

对以往投资方针的回顾 1938 年 5 月 8 日

从 1937 年 8 月 31 日至 1938 年 1 月 1 日，短短 4 个月的审计时期内，学院的普通股票和美国证券贬值了足足有 20%。而在这以后，虽仍有一些下跌但大部分股价开始回升。这意味着 1937 年度审计结束时，2 年来的大部分证券升值付诸东流。财产委员会大多数的成员可能对此感到不安。而且，他们的印象可能是市场下跌的程度似乎比以上所谈到的还要严重。所以，他们可能希望能听到有关更长时期的投资回顾报告。一方面可以将我们的经历与其他投资者进行比较，另外有助于吸取教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(一)

没有几家机构投资者会公布自己的投资结果，供别人进行比较分析。以下是两家比皇家学院大得多的公司的相关统计。由于我参与这两家公司的管理，对具体数据有所了解。其中一家(世界上最大的投资者)，波鲁丹谢尔公布了截止1936年底的部分信息，及有关证券价值的指数。皇家学院的首期资本投资(相应升值不计在内)在讨论的这段时期内没有什么变化。但同以上公司比较则更复杂一些。尽管两家公司普通股的投资逐年递增，我还是认为把这个时期作为一个整体比较，结果不会受到大的影响。

这个调查的主要目的是对普通股和美国证券的投资结果进行比较。但一开始，我们可以将1929年1月1日至1938年1月1日9年间的总体投资结果进行比较。这段时期曾发生了前一次经济衰退、复苏和最近一次的衰退。(学院的审计包括从1928年9月1日起至1938年1月1日，但从1928年9月1日至1929年1月1日我们的投资的价值没有什么大的变化。)

表10

	1938年1月1日的累计升值占1929年1月1日的市场价值的百分比，和相应的净成本	
		平均升值
机构X	14%*	1.56%
机构Y	6.9%	0.77%
学　院	64.4%	7.2%

* 大约平均投资资本的21%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我有理由认为机构 X 和机构 Y 在这段时间内的投资效果并不比一般的机构差。学院更为优异的投资收益，我考虑主要是由于我们在英镑普通股和美元证券的出色表现。固定利息品种投资的收益与其他投资者不相上下。9 年中，我们的收益粗略估计为 25%，机构 X 为 20.5%（资本平均可能为 30%），机构 Y 为 11.5%（资本平均为 16%）。

学院几乎所有的美国投资大体都由"切斯特"持有。因此"切斯特"的统计既包括英镑普通股，也有商品和美元证券。而投资资金 B 主要涉及英镑普通股（见表 11）。

因此很清楚，考虑到最近的贬值，学院的普通股及美国投资都是相当赢利的，大大高于平均收益。接首期资本投资为基础计算，"切斯特"9 年的平均年收益（包括股息）大大高于 20%。

表 12 可作为进一步比较的基础。这两个指数主要包括国内工业股票但并不包括金矿。金矿包括在机构持有的英镑普通工业股票内。而"切斯特"的收益也包括所持有的美元证券。

表 11　9 年年投资升（降）值（1938 年 1 月 1 日止）

	英镑普通股	美元证券
机构 X	+5.79	-1.65①
机构 Y	+1.0	-1.3
学院投资资金②	+0.9	
学院"切斯特"	+14.00	+14.00

① 从 1931 年 1 月 1 日开始 7 年中平均投资资本

② 自 1933 审计年度起（资金 B 刚刚建立）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12 市场价值与账面价值之比

		机构X	机构Y	波鲁丹谢尔	切斯特	资金B	投资者长期指数	保险统计指数	纽约股票交易所指数
1月1日	1929	114	123	129	121		100	100	149.0
	1930	110	99	119	122		76	83	-
	1931	89	84	98	97		61	66	-
	1932	73	58	78	85		49	50	-
	1933	89	77	93	106		59	56	45.8
	1934	115	98	115	157	100	73	69	52.5
	1935	130	119	131	199	114	79	74	50.5
	1936	142	130	141	276	129	87	80	71.1
	1937	160	144	151	395	148	97	90	87.8
	1938	119	126		315	143	79	74	54.6

人们将注意到三个投资机构的经营几乎如出一辙，而且收益远远超过公布的国内工业指数。这个时期指数下挫了20—25点，而几家机构赢利为2.5%～5%。“切斯特”收益高达150%，是首期投资资本的2.5倍。因此，尽管遭受过一些挫折(主要是美元证券不合理地下跌)，“切斯特”的纯收益是很高的。比较的结果比我开始时所预料的要好得多。

从1937年3月25日起的一年中我们曾犯过严重的错误。我们是否可能避免这些错误？这很难说。我们开始就投资过大，这种情况持续了整整一年。如果我们1938年3月时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就采取低姿态投资策略的话，那么情况会好得多。但对此产生的后果夸大其词是很容易的。如果我们在这段时期市场最高点时，一开始就出售“切斯特”每项投资的五分之一（即出售总共大约 50000 英镑），然后再用回款在差不多是底部时再投资，我们应能多收益 20000 英镑，也就是增加“切斯特”所有证券收益的 8%。而事实上，没有一个人能够这样聪明。如果增加 5%，就算是相当聪明了。然而回顾过去，不管是具体信息还是总体形势在任何时候都不足以为采取过激行为提供理由。我在 1937 年 8 月（虽然不能更早）预见了（当时我有记录）市场将要出现问题，并责备自己没有根据这个预见更果断地行动。可以自我安慰的是，我考虑即使采取最极端的行动，考虑到各方面的因素，也不能大大改变最终的收益。

（二）

事实上，我从以上经历接受的主要教训是与我 20 年前开始时相信的正好相反。当时我第一次建议学院投资普通股。当时我相信，可以采用当时被称为信用周期的策略获利，即萧条时持有股票，繁荣时售出。我们购买了包括每一主要行业的少量热门股票。自那时起出现过比以往任何时候都更频繁和剧烈的市场涨跌。我们在价格大跌时购买了一些股票，这一点我们相当成功，然而我们却没能较好地在不同的贸易周期的阶段利用有规律的市场运动买卖普通股票。比如，在过去的 9 年中，曾有两次，我们这类投资在短短几个月中总体损失 20%～50%，而我们没能逃避这种周期运动。事实上我两次都在某种程度上预见了灾难。然而这些短期的严重损失及没能有效利用市场波动并没有影响最终成功的投资效果。

通过这些经历，我清楚地认识到由于各种原因进行大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资转移是不切实际的，而且确实不可取。那些售出过晚，购入太晚的人，反复几次将增加大量费用，并产生极易波动的投机心态。如果这种心态传播开来，将会加剧对社会严重不利的市场波动。现在我认为，成功的投资取决于三个原则：

(1) 仔细选择几项投资(或几种类型的投资)。应考虑该项投资目前的价格与几年后可能出现的实际价格，以及投资项目的内在价值。同时还要与其他可供选择的项目进行比较。

(2) 长期大量持有这些股票。也许要坚持几年并直到价值完全显现出来，或者明显有证据表明购买这些股票是一种错误。

(3) 合理的投资组合。过于集中地持有某些品种存在各种各样的风险。如果可能应战胜风险(例如在选择其他有价证券时，应持有黄金股票。因为黄金股票往往与市场涨落反向波动)。

另外，用 15 先令的价格卖出 1 英镑，同时希望用 12 先令 6 便士的价格买回的做法是错误的。而拒绝用 15 先令买 1 英镑也是错误的，你的理由是这 1 英镑不可能是真的。(大量经验表明用 15 先令有时可以买到 1 英镑。因为这时很多人等待它下跌到 12 先令 6 便士)。另外一条重要的法则是避免第二等级所谓安全投资。这样的股票不会上涨而且其中有的必然下跌。这是普通投资者失败的一个主要原因。理想的投资组合应分为两部分：一部分是购买完全有把握未来能获利的品种(它们未来的升值和贬值取决于利率)，另一部分是相当看好的有价证券。它的大幅升值可以补偿那些即使用世界上最高超的技巧操作也难逃厄运的相当数量的投资项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下事例可以证明，选择正确的股票可以比正确利用市场的波动在热门股票和现金之间来换手有更多的赢利。如果后者的目标在于(如果对大额投资负责任的话)寻找某些特殊股票，那么应避免在跌势上难以大批出手的品种，而且组合必须包括若干极易转换的热门股票以分散风险。这意味着指数的波动可以作为与投资策略相关的实际价值运动的导向。选用的指数数字显示(1 月 1 日公布的指数)，在 1929 和 1937 有两个高峰，1932 或 1933 和 1938 年两个低谷。英国股票从 100 点下跌到 50 点，又涨到 90 点，然后回落到 74 点；美国股票从 149 点下跌到 46 点，回升到 88 点，然后回落到 55 点。这些 1 月 1 日指数公布的并不是绝对的高峰和低谷，但那些平均在 100 点卖出英国股，又用 50 点的价格重新投资，再用 90 点卖出 74 点买进(同样美国股在 149 点售出，46 点买进，88 点售出，55 点买进)的人一定是在预测信贷运动周期方面有超人的技巧。如果他用一半资金买进英镑证券，另一半买进美元证券的话，除去他在操作中损失 5%的利率，那么他已经在 9 年内投资价值从 100 提高到 182。事实上"切斯特"的投资值在这段时期内从 100 提高到 262，因此升值(162%)几乎是那个信贷周期天才赢利的两倍。

因而，大体上市场萧条是无法躲避的，只能靠清醒和耐心渡过难关。在低谷时期，你可以寻找一些相比之下不合理下跌的证券进行投资。这样做往往比来回进出市场更为可取。投资者的心态一定不能受股票每日价格起伏影响，也不能因市场一时的震动失去理智。某些会计会进行一些连报价时声音也不颤抖的不动产投资。如果审计要求它们马上变现时，他们头发变白了也卖不出这些流动性很差的资产。你不了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格波动的幅度,正如人们普遍认为的那样,并不意味着你的投资是安全的。目前投资农产品比投资锡矿要危险得多,而我们购买瓦拉比项目一直是比“切斯特”的普通股风险投资性更大、获利更少,而且麻烦更多。

不幸的是,事实上资本市场的现代结构要求上市证券的持有者比拥有其他形式财富的人更有胆量、耐心和意志。然而从某种意义上讲,投机者有时比投资者更安全。这一点我曾在委员会上讲过。投机者是一个知道他自己所冒风险的人,而一个投资者是一个对此一无所知的人。任何证券投资的管理人员都是低生活目标的追求者。他没有社会价值,至多是凭技巧取胜的游戏的配角。我们这个社会里多数人不扮演这种角色。然而投资瓦拉比项目的正确之处在于它是一个建设性的、对社会有益的企业。在这里我们可以发挥一个真正的企业家的作用,我们团体的许多人都有理由为自己能为此发挥作用而感兴趣。我对财产委员会——从他们一本正经的面孔和沉着冷静的风度可以看出——对从股票市场获得利润或亏损的处变不惊的姿态表示欢迎。他们对农业收成的好坏却大喜大悲。当然,无论如何应时时剖析我们所做的事情及我们的投资原则,这样做可能更为有价值和明智。

J.M. 凯恩斯

1938 年 5 月 8 日

Ⅳ. 其他次要的活动

凯恩斯的金融活动并不仅仅局限于上述叙述。他与另外两位财务人员阿尔弗雷得·霍拉和 R.G. 霍特利合作,为皇家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济协会提供金融和投资方面的咨询。作为卡玛戈学会(译者注:30年代旨在振兴英国芭蕾的社团)的名誉财务总监,他用协会很少的资金实现公司的抱负。最后,1940年10月他成为伊顿公学的特别会员时(并在管理机构代理会长时),几乎立刻对学院的金融业务发生兴趣。当月,他就开始向财会部门提出建议。他在1942年2月把自己的意见归纳后致信魁克斯伍德勋爵。

1942年2月19日致魁克斯伍德勋爵。

我对伊顿公学的财务工作半个世纪以来可以称为"管理得很好"这种观点表示怀疑。我看必须回到上个世纪70年代,即卡特财务总监处于他事业顶峰期时,才能看出任何真正的好的管理。根据我所了解的皇家学院的情况,我相信伊顿公学和皇家学院的会员们都对上个世纪的60、70年代不动产和金融管理感兴趣,在那20年中改变了中世纪式的管理,引进了当时肯定是最先进的管理标准。从各个角度都可称为管理得当,成为当时很出色的业主和效率高的金融家。对伊顿公学来说,我怀疑从那以后我们还是否能给予以上评价。我不是说此后的管理很差,而是说应当管理得更好。

凯恩斯不可避免地大量参与该校的金融活动,然而,他的影响力是有限的。因为当时有一位银行家贾斯珀·雷德利,对凯恩斯的非正统观点提出强烈异议。1944年3月初,凯恩斯建议买进澳元债券,而雷德利以未来美元和澳元的声誉不一定可靠为由拒绝。为此,凯恩斯评论如下:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1944年3月8日致R.E.玛斯登。

我承认对雷德利改变原来同意买进澳元债券观点有点恼火。但正如我给他的信中所写的那样，我确实没有抱怨的理由，也不能期待两者兼得。如果金融界的正统观点认为这些债券更好的话，那么毫无疑问价格肯定已经太高。那么我对此不会感兴趣。人往往会处于进退两难的境地。所有的正统建议都太昂贵了，而不正统的意见都太不正统了。所以我觉得没有信心来提出进一步的建议。

1944年3月致贾斯珀·雷德利爵士。

亲爱的贾斯珀：

很抱歉电话里争吵了一番。我投资的中心原则是采取与多数人意见反向操作。理由是，如果每个人都认同某个项目的优势，那么其价格一定很高因而没有吸引力。现在很明显，我不能两方面兼顾——即要大多数人同意我的投资观点。所以，如果其他有关人员对此没有足够的信心让我去投资，那么事情的实质就成了我必须从这个不平等的战场中退出。你会据理力争地说一个机构这样做是错误的，即使事后证明你成功了。那样的话，我为什么要浪费精力呢？

你永远的

J.M.凯恩斯

1944年3月8日贾斯珀·雷德利致凯恩斯。

亲爱的梅纳德：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常感谢你几天前的便条。你在电话里脾气的确不大好，但过去的事就算了。你认为对伊顿公学来说此事风险不算大，而我对此犹豫不决。

确实我不能不同意你的原则，即个人甚至某家机构投资时要逆潮流而行。我也相信在这点上你很在行。如果我不欣赏你的技巧和经验的话一定很愚蠢。但我怀疑这样一所规模的学校的理事们能够恰当地承担这类风险，加之还可能有其他的风险。另外，成功地管理这样的投资需要一个合适的人作为中坚力量不间断地管理。我认为伊顿公学不能确保这样一种长期且富于技巧的管理得以实施。

但我只是几位特别会员之一，而且委员会也可能作出与我本人意见相反的决定。这对我也是司空见惯。我敢说，在这件事情上委员会不会支持我的意见，特别是你具有难以抵挡的说服能力。我只希望，你对我不再那么暴躁的同时仍然认为你有必要提出自己的意见。老实说，你所教训我的话，有些并不是我想学的。请原谅我这么说。

你的

贾斯珀·雷德利

1944年3月12日致贾斯珀·雷德利。

亲爱的贾斯珀：

非常感谢你的来信，并再次对自己的令人不愉快的言词表示道歉。但正是在你信中最后一段里提到的你称之为你不喜欢的那一点，我认为恰恰是我的明智和不令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人生厌之处。我倾向的那种投资策略只有所有密切相关的人都由衷默许下才能实施。我从各种条件下获得的经验告诉我必须坚持这一点。如果没有那种由衷的默许，我确信最好的计划是放弃这项计划。

你永远的

J.M. 凯恩斯

但正如每个人所清楚地记得的那样，尽管以上种种分歧，与凯恩斯一起投资仍有令人愉快的时刻。让我们以当时一位旁观者的信来结束本章。

选自 1943 年 12 月 17 日魁克斯伍德的信件。

我发现领导机构的会议通常很有趣。我喜欢你不加掩饰、神色贪婪地推荐南方优先股票，鲁鲍克以清教徒般的严肃古板神情聆听你的建议，而雷德利则支吾搪塞。他赞成鲁鲍克的意见，却投你的赞成票，因为这是一颗从来没有快乐的可怜的心仅有的一点起伏。总之，这所有的一切令人愉快。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

投资方针和保险

凯恩斯作为一名投资者的经历很自然地在他出版的作品里流露出来。他起初为《国民》杂志的“金融与投资”栏目撰稿，后来又发表系列述评。更重要的是，在20年代，他的经历加上国民互助人寿保险协会主席的职位，使他在协会年会上的发言成为伦敦金融界的一件大事。

我们首先来看看1922—1928年间凯恩斯每年在协会上发表的评论，也包括一些与此有关的与新闻界的论争。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在国民互助人寿保险协会年会上的发言
（1922年1月18日）

先生们：

在正式通过年度报告和报表之前，按惯例，我将对其中人们特别感兴趣的几点谈谈看法。

董事们非常惋惜地宣告董事会主席克罗尼尔·威利尔斯去世了。他是协会的忠实支持者，他在董事会工作长达45年，并在临去世前的18个月担任了董事会主席。在职期间他赋予主席这个职位以巨大的尊严并深得同事的尊敬。我荣幸地被董事们选为他的继承人，并感谢大家的信任。

莱顿先生作为工商界的知名人士已被任命为董事，还有待于本次会议通过。

报告中陈述了这一年新的业务状况。业务量虽比去年减少了大约16%，但仍然超过了1919年前的任何一年。如果考虑到去年贸易衰退的情况，新业务的减少就毫不奇怪了。到目前为止所公布的各人寿保险公司的收益情况大体相当。而一些最优秀的实力最雄厚的公司的业务量下降的幅度更大。

保险费收入和费用支出

然而，经济衰退并没有阻止我们获得足够的业务付清本年度的赔款，以及因解约和失效造成的损失。我们的保险费收入仍然增加了大约13000英镑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去年，董事长曾提醒过控制费用支出，并阐明了理由。你们将高兴地获悉今年的费用支出与1920年基本持平，而保险费收入相应有所增加。费用支出与保险费收入的比率下降超过1%。

赔款

本年度死亡赔款比1920年超出大约34000英镑，但1920年是协会历来死亡赔款最少的一年，1919年则大体持平。与这些年相比，赔款的增加是不可避免的，因此没有理由对我们协会的人寿保险性质有任何不信任。

尽管索赔量增大，死亡人数增多，但年度收益(表)上仍显示了有少量的盈余。

利润率

毛利率和净利率的增长同样令人满意。所有证券价值比去年增长了4%(不包括保险付款)。扣除所得税之后的净利率按3%计算，每100英镑为4英镑13先令。而3%是我们评估负债所使用的基础。这一差异代表了56000英镑的利润，这使得本年大家可分配的盈余有所增加。不过，可获得的利率将可能有所减少。

股票交易所证券

左侧的营业收入账户中，资产变现和重估的利润余额为179000英镑。这个数额中有162000英镑是资产变现的实际现金收入，仅17000英镑是资产重估账面余额。这项利润几乎全部是股票交易所证券资本的收入，大约是我们这里所描述的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总资产的8%。这项盈利的相当一部分当然是来自去年下半年金边证券的升值,但以上所言的令人特别满意的成果是与董事会对这部分的工作所给予的特别关注及迅速抓住机会盈利的积极性方针分不开的。

数值比较

我认为通过对1920年和1921年投资收益的综合考虑,大家可以看出,董事会为这项业务的成功所作出的努力。恰好这两年特别便于进行比较,因为主要的英国政府债券在这一期间的初期和末期价格几乎完全相同。例如,两年中5%战争贷款在1920年是91.04,1921年是92.25,基金贷款是75.5和76.25,胜利债券是80.425和81.425,地方贷款是55.5和56。实际上,这四种证券在1920年平均下跌了10%,在1921年则平均上涨了11%。因而,第一年的贬值和第二年的升值基本抵消。而两年的利润率几乎正好为1%。国家战争债券比这稍好。1921年回升后比两年前升值了4%。另外很多其他种类的证券,特别是普通股,本年内都大幅度贬值了。

增值和已实现利润余额

能否在证券下跌时避免亏损,在上升时赢得利润,是对一项积极性投资方针成功与否的考验。当金边证券上升时,任何人都可以通过金边证券投资获利。因此,我们必须看1920和1921年两年的净利润总额。在这两年中,我们协会所有的股票交易所证券的增值和已实现利润的余额大约为6%。我认为其他的协会不一定会有这样好的效益。同时,我确信即

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使最初对投资项目小心翼翼地进行了适当选择，如果采取的投资方针不积极的话，也不能获得如此好的投资成果。

保险协会和投资方针

我大胆地说，目前人寿保险协会的业绩主要取决于它投资方针的成败。19世纪，伟大的保险公司精算师的劳动把保险精算科学推到了这样的一个阶段：任何重大的改进和卓越发明都不再可能了。现在，所有经营状况良好的协会，都在遵循几乎完全相同的、公认的保险精算准则。他们使用根据以往经验的死亡率精算表。这似乎能产生赢利，然而，这只是由于医学和公共卫生设施的进步和改善，及几年来实际索赔数量的减少造成的。虽然有为减少所得税进行的折让，及人寿保险目前在规则和国家政策上招致非议等造成的影响，利率上升还是在原估计承付的利率上产生了自动赢利。

这些方面的优势是所有保险公司都具备的。除非是他们采取了不利的投资方针而将其白白错过。但另一方面，投资在给人们设置了更多陷阱的同时也为人们提供了更多的机会。近年来，市场大幅度波动，即使是第一流的证券也波动很大。似乎在不远的将来这一波动还将继续，同时可供投资的范围和选择都为实施积极的投资方针提供了前所未有的机会。

新的问题

直到前不久，保险公司将他们的很大部分的资金用于证券交易所证券以外的抵押、人身保险付款、地租、房地产及贷款。而且当他们冒险投资股票时，比较便于大量持有的股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种类为数不多。而应现在政府和城市金融的需要，所发行股票的到期日从永久性股票到短期股票应有尽有，股票的品种也极其多。董事会认为由此产生的新的投资问题是保险界面临的最困难也是最重要的问题。董事会逐步认为他们当前最重要的任务是制订一个最合理的投资方案。虽然现在谈论我们在投资方面可以做些什么还为时过早。但无论如何，过去两年中所获得的成果决非偶然得来的，而应归功于董事会深谋远虑的投资方针。

资本评估

一年来，协会的资本已增加了277000英镑，创下了3年收益的最高记录。今年，正如去年一样，为了了解情况，我们已对负债进行了评估，以便确定这一增加对盈余产生的影响。这些评估的基准与每五年进行一次的分红评估是一样的。事实上，虽然我们今年年会的时间比往年提前了一个星期，但原有的评估结果都已经有了，这要归功于员工们准时而有条不紊的日常工作，这使得董事会充满信心。我们认为即使我们有更多的业务，我们也是一个能够迅捷而准确地完成工作的团体。

净盈余的增加

以上的评估显示，本年度净盈余增加了231000英镑。这使我们的总盈余达到近409000英镑，而目前距离我们的五年一次的评估还有两年时间。1913年的评估，是我们协会的历史上最成功的一次五年评估。盈余为341000英镑，宣布发放的复利为每100英镑36先令，10万多英镑结转。而现在相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同红利的成本要比那时高，主要是由于养老金保险数目增加了。考虑到这个因素及和将要在1923年进行的某些调查，在本协会的投保人无疑有着光明的前景。

生产和消费

无论英国和欧洲的政治形势如何发展，我都期望来年的贸易复苏。因为我认为近期异常严峻的贸易萧条决非完全由于消费水平下降，而在很大程度上是由于金融和信用形势阻滞了生产发展，使之远低于当前的消费水平，这就是说，商品，特别是无形库存，一直在下降。这种情形继续下去的话，就会必然导致商品不足，从而引起物价上涨和生产负担加重。我这里有两个震惊且令人难以置信的数字，1921年兰开郡的布料出口是60年来最低的，大不列颠生铁的产量是70年来最低的。尽管有战争和欧洲局势的影响，但这些情况根本不能反映真实的消费状况。

养老保险的逐渐普及

最后我想谈一下未来的发展前景，我认为养老保险的普及为保险业的发展指明了最有利可图的方向。人寿保险的初衷是组织一个机构来缓解一个家庭骤然失去一个家庭成员时产生的困难，并集聚死者想让其后嗣得以继承的存款。随着养老保险业务的开展，制订了有关为保障投保人晚年生活而积聚存款的条款。我相信如果保险协会董事会的投资能赢得大家足够的支持，我们将更有信心地将其视为这样一个协会——它可以提供现有的第一流的管理中产阶级存款的机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中产阶级的投资

我认为，我们必须在如何让投保人在需要时更迅捷地获得资金这一方面进行改善和提高。如果我们能够在这方面及其他方面改进的话，我们这样的协会一定能够成为中产阶级存款投资的主要渠道。总之，一个每年存款50英镑至100英镑的人，如果用这样小的数目投资证券交易所证券，他便没有什么投资优势。投资的费用相对比较大。总的来说，他很难得到好的建议，而且也很难分摊风险。这种存款大部分经常亏损啊！在过去的两年中，协会通过股票交易证券投资的利息和增值扣除所得税后每年大约赢利7.5%。有多少保险客户自己投资能够有如此好的收益呢？我肯定对于每年仅有一小笔存款的人来说，没有比投资于可分红寿险单更好的投资方式了。

一个管理先进的互助协会，将全部收益返回投保人。这无疑是每年存小笔存款的人的理想的投资机构，如果这个国家的互助协会能够像他们完善保险统计科学那样成功地完善和改进他们的投资方针，他们在社会中将发挥更大的作用。下面恳请通过年度报告和财务报表。

在国民互助人寿保险协会年会上的发言

(1923年1月29日)

先生们：

在通过年度报告和财务报表之前，我不必过多评论各种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大家所关心的事情。这些在文件里已经陈述清楚了，现在我们拥有新的客户和较好的保险费收益。净利率及支出比率与往年基本持平，虽然索赔数目与往年比略有减少，我们的死亡保险赢利约为30000英镑，比平均数高出甚多，我们的增值和投资实现收益结余约263000英镑。除其中的几百英镑外，所有收益都来自股票交易所证券。收益达到投资资金的10.6%，加上利息——即4.6%，为本年提供了15.2%的贡献毛利。实际上大幅度的增值有力加强了我们的地位。在这一年的特殊情况下，这种收益也是正常的，几乎恰好是固定利息债券升值的平均数。董事会的投资方针使他们在过去的三年中，市场下跌时避免了大的亏损，而同时又把握住了这个充满风险的市场的所有优势。也许我们本来还可以赚得更多。但是政治和商业前景在过去和现在皆动摇不定。我们应更注重于把握住我们已经获得的利润，而不是为了企图增加利润而冒部分亏损的风险。

贸易上升的趋势

我个人观点是，已初见端倪的对经济复苏的强烈企盼和对这个国家的信心恢复，需要的是通过事实，而非恐慌来加以压制。许多有利条件正在发展，虽然与美国相比，这里的人们对于物价水平的信心已经经受了一定的打击，但只要英镑汇率上涨继续压低对美元汇价，那么这种市场运动迟早会结束。不管政治的走向好坏与否，我都期待价格上涨而不是下跌，然而这种愿望并非也根本不必苟同于公众意愿。现在的就业人数大概与战前相同。这种情况与目前令人沮丧的事实形成鲜明的对比——一方面，自 1913 年以来大幅度增长的可就业人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口无事可做，另一方面，在同等实际工资水平的情况下，现就业人员的平均产值大约比战前大致减少了10%。如果工商业技术水平不大幅度提高的话，我们能否让所有人充分就业看来令人怀疑。当然，经济周期的高峰期除外。以上估计与几组其它的统计数字所显示情况的相吻合。这些数据表明，总的贸易销售额通常比战前低10%。

鲁尔的危急局势

至于欧洲，我们所要关注的主要问题显然是鲁尔的紧张局势。几个月前还曾经有解决的可能。长远地看，似乎可以从德国得到大笔赔款，然而法国主动撕毁了协议，破坏了欧洲和平。我相当怀疑德国究竟是否会支付大笔赔款，和平条约所带来的欧洲的秩序迅速被打破了。法国已经开始了她的历史航程。她在欧洲高度文明的发展中将驶向何方未可估量。从我们自私的角度来看，幸运的是世界之大，我们必须希望那些人是正确的——在某种范围内，他们可能是正确的——他们认为尽管海峡的那一边充斥着暴力与混乱，而我们国家可以通过谨慎而过一种体面的生活。现在我们英国人在最主要问题——支持和平上团结一致了。从某种程度上讲，只有在面临历史性的重大危机时我们才会如此。

利润的评价与分析

为了掌握情况，我们每年都进行利润的评价与分析。本年度的净盈余达到了337000多英镑，总盈余达734000英镑，其中98000英镑是已实现利润。而距我们五年一次的结算还有一年，这主要是由于三年来我们的利息和股票交易所、证券所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带来了税收利润，平均每笔增长了10%。协会历史上最辉煌的时期，也就是结束于1913年的那个五年期，我们的总赢余还不到保险负债的12.5%，而现在的盈余则超过保险负债的24%，几乎是1913年底的2倍。而且，正如我刚才所提到的，在今年年终分红之前还将会有一些利润。任何一个协会在这样的形势下都会有相当的调整和需要一个足额的结转数目，但很清楚分红投保人将有一个非常好的前景。

养老保险的流行

去年我谈到了有关养老保险的日渐普及。我还表示过这样的看法：如果有完好投资政策的扶持，这种保险形式将可以发展成为有利可图的人寿保险业务。

去年我们新业务的40%来自养老保险，这一事实说明养老保险流行趋势尚未减弱。这毫无疑问归功于以下原因：首先诸位都知道，按正常规定用于支付人寿保险的所得税允许按标准减半征收。其次是与此同时，新的所得税规定要求任何人应纳所得税超过225英镑时必须根据他的收入按标准税率纳税。为了让投保超过225英镑的那一部分收入免受任何损失，保险协会将按标准税率为投保人的投资收入付税。但如果全面开展这项储蓄业务，我们必须让投保人明白，养老保险储蓄作为一项事先安排，不仅可以用来对付年老和死亡，而且可以用来对付生活中所有其他需要经济储备的突发性意外事故。与管理出色的互助协会相比，显然普通的投资者对于管理自己的存款必然地处于无希望的、不利的地位。如果他独自进行投资，则他的轻率不亚于给自己看病或做自己的律师。我很高兴看到现在越来越多有中等数量存款的中产阶级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过第一流的互助公司进行投资。为了鼓励成员们在这方面进一步开发业务，我在这里明确地阐述一下目前根据保险单抵借价值借款的种种便利。

保险单的抵借价值

有时候特别是在保险初期，保险的抵借价值确实令投保人感到沮丧，而这是不可避免的。其中一部分的原因在于最初的开支必须从收到的保险费里扣除。此外这一时期的死亡保险付款已到期，那些过早死亡的死者损失的偿付必须由所有投保人平均分摊，因而必须从保险费的总积累值中扣除。但根据这种计算方法，我们能以尽可能直接和尽可能低廉的方式让投保人得到现金以处理突然发生的意外事故，或让他们得以在他们收入暂时减少时付清他们的保险费。我们始终愿意让投保人知道他的投保单的最新抵借价值，以便让投保人了解自己所处的位置。我们可以不问理由地立即垫支总数的 90%，并按当时的利息计息。现在的利息是 5%，而且在近期内不会比银行利率超出 1%。另外，如果投资人希望预支、并同时用同等金额按正常条件投保附加险，都是可以的。我力劝每一个不能妥善处理自己的投资的投保人，根据自己的储蓄能力最大限度地而不是最小限度地参加我们的养老保险。目前大量存款尚未存入，几个主要的保险公司仍可以争取这种有益的方式。

未来发展的正确路线

除殖民地以外，目前在英联邦有 15 个互助协会。根据最新公布的收益统计，其中有 10 个协会的总资本少于 800 万英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

镑，这在我看来是一个好的局面。我相信协会发展的正确路线是现有的协会要为了彼此的利益，在很多事情上更紧密地友好合作。不要几个协会为了一些盈余的支出方面的问题进一步分裂。我想任何一个互助人寿保险公司都有其理想的规模。即在这一点上，它的资本、收入、支出之间比例协调；成员、管理人员、董事会之间关系融洽。并有能力创造出最佳的经济效益。值得注意的是，投资的实践经验表明，一个公司所能达到最高效益的投资额是有极限的，我认为这个极限最高为1000万英镑或者1500万英镑。我所假定的公司的投资方针是积极的。如果我们对某一种证券或某一类证券的持有量过大，市场的局限性就会阻碍我们的计划。当然这不需要我来告诉大家。即使是伦敦股票交易所有时也并不急于买进或抛出大宗证券，即便是这些证券前景可能看好。当然，我们也可以做大宗的交易，比目前所需要做的更大，也可以比今后许多年所要做的都大。但我相信一个协会的投资控制在我上述限额之内，无论对巨额保险的管理还是对近些年发展起来的银行集团投资的管理都会大有好处。

投资原则

还有另一因素——董事会。董事会的精简与集中很可能会成为优势。你们毫无疑问已经注意到近年来这一明显的趋势（特别是在金融和投资公司也包括工商业的公司），董事会规模越来越小，而且主要由公司所要开发的业务方面的专家组成。而人寿保险公司的董事常常不是保险统计或相关的医学方面的专家。这样在选择新业务时，他们的作用一定很有限。但正如我去年所说的，领导投资是董事会成员的主要职

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责，在这一点上董事会仍有需改进之处。在过去的几年中，我们已经在这方面有所进展。希望在将来或许是下次的年会上，我能给大家提出一份经过深思熟虑的建议书。

业务前景

我们不希望公司发展过快或过大。然而按我们现今的强有力的地位，我们应该在业务上有大规模的发展。对此，我们已经作了一些准备，为满足我们员工日益增长的需要，我们接管并改造了隔壁那所房子的楼上几层，现在我们能够更迅捷地处理所承接的业务。

威廉·斯古林（William Schooling）先生针对凯恩斯在1922和1923年的讲话发表过一些评论。他在1923年4月10日发表在《每日邮报》的一篇文章里，将凯恩斯对协会上年已实现的资本利润的评论与瓦尔特·郎西曼爵士（Sir Walter Runciman）在英国节俭协会（一个管理保守的公司）年会上的讲话进行了比较。他说，如果不把已实现的利润变做储备金，国民互助人寿保险协会可能会为了图近利而自毁前途。该文章还称赞了保险业“安全第一”的原则。

凯恩斯回信如下：

致《每日邮报》编辑

（1923年4月14日）

先生：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我注意到贵报 4 月 10 日发表了一篇署名为威廉·斯古林先生的文章。这篇文章很有意思，它对我以国民互助人寿保险协会主席身份发表的讲话中关于“积极的投资方针”的观点进行了评论。

根据郎西曼先生的见解，威廉·斯古林爵士声称他的原则是，除非执行积极性方针的收益能大大高于执行非积极性方针，否则前者也并不比后者更合人意。我认为应该说：“除非由此获得的赢余大大高于”更确切些。但既然大量赢余可以产生大笔收益，威廉·斯古林先生的观点是可以接受的。事实上，道理很明显，当总体利率下降时无需收入增加投资便会增值。我不同意这样的增值不能加强公司实力的说法。我确信增值都是有益的。确切地说，一个积极的投资方针除非几年后它创造的收益率能够高于普通的优质证券，并因此产生更多的收益(或能避免更大幅度的贬值)，否则很难说是成功的。

斯古林爵士谈起，去年国民互助协会股票交易所证券投资资金加上 4.6%的净利后才增值了 10.6%。而这对协会的收入又会有多少影响呢？我的回答是，由于投资股票交易所证券协会的收入增加了 10.6%。斯古林先生是不是认为我们不应该投资呢？

我不理解为什么这样一个简单的道理还需要费尽口舌，争论不休。但如果有人试图指出一个协会采用了一种使他们比另外一个协会获得更多赢余的投资方针不见得是件好事，我怀疑这是一种谬见。确实，对有些人来说躺在自己的投资资金上比积极主动地运用资金投资要安全些。然而应当让这些人担任保险公司的董事吗？我衷心拥护一个积极的投资方针，它不仅由于利率下降而增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈到分红的问题，在5年中现时利率下降所带来的问题对所有公司都是一样的。与公司所执行的投资方针没有关系。如果在计算协会的负债时，要用利率在两个5年中都一样，而实际上可以得利的利率在此期间已经降低，我同意用这样估价所计算的赢余并不是确切的增值。计算确切的增值并非难事，但朗西曼先生并没有用这再简单不过的计算方法算出确切的答案。而斯古林先生则将这段话引用了。

J.M. 凯恩斯

斯古林回信为自己辩护，但凯恩斯直到他下一次讲话时才予以回复。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话
(1924.1月30日)

先生们：

在进行我们今天的主要工作——总结5年的工作成果之前，我简单地谈一下过去一年的大致情况。

本年度的新业务量比1922年略有增加，但新的保险费的增加超出某种比例。这说明与1922年度相比，今年我们的业务更多地是养老保险和其他形式的投资保险。死亡案赔量稍有增加。但本年度死亡保险仍还有相当大的保险利润。支出与保险费的比率下降30.5%，虽只是稍许降低，但也令人满意。这一降低主要是由于保险费收入增加了13000英镑。累

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计资金扣除人身保险付款后，以6%为基数计算出来的所得税税前平均毛利率是每100英镑5英镑2先令5便士。与1922年的5英镑1先令1便士相比，本年度的累积资金增加了140000英镑。本年度净利润是每100英镑4英镑6先令3便士，与1922年4英镑12先令相比，其间的差额的产生是由于1922年存有一大笔准备用于支付所得税索赔款项，但最终的判决对我们协会有利，因而没有理赔。

去年，有人批评我们将未实现利润记入某季度的账目里。这一点我可以向大家解释。董事会的行为准则是每一年年终协会的资产负债表应尽可能确切地体现公司真实的财务状况。对负责这些资料的人员的任命没有任何隐瞒和保留。但当时财务状况在保险统计报告中的资产负债表中公布后，负责这些资料的人员亦能亲眼目睹董事会所处置的实际赢余。

投资方针

根据这个原则对协会财产的重估显示出本年度的财产增值总额为72200英镑，其中28000英镑来自股票市场。

几家权威机构汇集的指数数字显示，到1924年1月1日金边证券和其他投资的平均价格与1923年1月1日的数字几乎完全相同，波动不到1%。我们所经历的情况也大致如此。尽管价格相对稳定，但投资业务在这一年中并不轻松。几乎整个一年，董事会都在实行一种可以称之为“观望”的政策。贸易市场复苏的潜在条件一直就相当有利，去年春天这些条件似乎更加明显。但政治形势，尤其是国际政治形势，包括近来国内的政治形势却开始朝相反的方向演变。面对这样矛盾的趋势，要看清道路相当难。我们一直把避免投资的损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失作为协会的首要目标。而且正如结果所显示，事实证明董事会在作出决定之前的踌躇再三是正确的。大家在年度报告里将会看到，我们大约有一半的证券投资都是英国政府证券。回想起来很有意思，那就是10年前我们协会连一种英国政府证券都没有。

将所有我们赢余增加的收益都计算在内，今年的净收益达43000英镑。这一数字非常令人满意。

条款的修改

本年度董事会没有人事变更。协会的副主席A.K.撒普先生，在去年底向他的同事们宣布他不愿再参加选举。撒普先生已在协会工作了35年，其中后来的13年他一直担任协会的副主席。他的同仁们抱着极大的遗憾接受了他的辞呈。我相信你们一定希望我向他转达对他退休后生活的美好祝福。

我想提一下，保险统计员已经对协会条款的修改考虑了一段时间，内容可能还包括议会法案的修改意见。也许今年晚些时候我们将召集大家开会来考虑一下我们章程的某些修改意见，并决定一些其他事项，为此我们将专门召开两次大的会议。

5年的总收益状况

现在我想谈一下5年的总收益。很幸运我能够向大家宣布一个人寿保险历史上最大的赢余数字——912360英镑。它相当于我们负债的28.8%，这一数字大大超过了历史上的任何一次，我相信也大大超过了历史上的任何一个像互助协会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样规模的公司的赢余额。扣除上期结转的赢余184668英镑,5年的利润一共是727692英镑。扣除3%的资产估价利息,相当于平均资金年利为每100英镑4英镑12先令6便士。因此我们在过去的5年里,税后总收益扣除所有费用后,年利为每100英镑7英镑12先令6便士。

特别的备付备抵

处理这笔难得的大笔款项董事会首先考虑的是,是否有一些项目要适当地利用这一次机会进行备付备抵或划减。结果已经在保险精算师的报告里体现出来了。我们已经拨出了65000英镑来设立一项专款以支付现有的预期的职员退休金方面的负债。除评估所需费用外,我们还划减了29771英镑。主要包括两个项目,首先,1920年,我们支出了大笔抵押预付款,只能通过分期付款偿还。最后一笔款项要到1952年才能付清,能从最高级别的抵押证券上获得利率很低。董事会已经决定将这种证券的面值划减,借款支付的利息按划减后的数额计并将会产生5%的收益。本金的分期付款利率累计为3.5%。我们的观点是,毫无疑问,无论我们拥有多少证券,如果是不能流通的抵押证券,其价值同可偿还债券和长期债券一样,一定会随着利率波动而波动。因此把这些证券作为财产估价时,我们最好是按当时的标准进行调整。其次,近10,000英镑已用在冲销协会的房地产。这与我们接手奇皮撒德大街街角那新房子后的房屋改建费支出金额大致相同。虽然有人建议这所房子的增值大于这个数目,但我们已经决定不把这有争议的数目入账。另外,还有一笔为数大约42500英镑的款项已从5年的赢余中划出作为中期红利付给那些在过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去5年中已变成索赔单的保单。扣除这些项目后，剩下775101英镑为可用赢余额。

适当而谨慎地处置这些赢余已经董事会和董事会的精算师们的精心推敲。最终的结果发表在评估报告里。

关于A级投保人

被区别对待的A级投保人是一个封闭的级别。已有很多年没有人参加A级保险了。这一级中的分配方法在我们的议会草案中有说明，现在我们仍一如既往地据此执行。但董事会正在考虑现余的A级投保人是否对并入普通保险人这一大众性团体感兴趣，可能不会附加的承诺，即保证他们将来的利润足以付清余下期限的年保险费。不过，我再补充一点，在未获A级投保人同意的情况下，不会采取任何行动。

附红利保险金红利率

国民互助人寿保险协会附红利保险金的红利率为复利每年每100英镑42先令，也就是说根据确定的金额和1923年年终的红利计算。暑期在合并日之前保险业的保险金将进行惯例性调整。如果全年的保险金已到期，且保险金在这一年死亡或到期之间已经支付，那么到下一个12月31日，该保险就成了赔偿单，其中期红率，按公布的利率支付。

董事会已经进一步考虑了1918年保险精算师在年度报告中所提出的对1913—1918年期间追溯红利分配的可能性的方案。然而董事会决定不采用这个方案。一部分原因是众所周知的，此外，也考虑到大家所通过的1919年年度报告。内容如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

董事会已经对1914—1918年五年的红利分配问题进行了极为谨慎的考虑。持续的贬值和总体前景的不稳定使他们决定执行已被那些有名望的公司通过的方案。这五年期宣布分红会增加协会的负债。因而他们已经决定在1914—1918五年评估期时不进行普通分红。

年度赢余分成

我们目前这种异常大的数额的赢余给分配方案增加了一些难题。如何评定目前的投保人的正当要求和作为一个比现有的所有成员都年长而且将继续存在下去的永久性协会之间的利益冲突？如何更好地将工作的连续、规范与先导社会的瞬息万变这两方面的优势结合起来？这些连同其他的种种难题，使我们在如何做一个让所有人都满意的决定时顾虑重重。因此将来投保人赢余分配将不再像以往那样五年一次，而改为每年一次。这项安排不仅使投保人因明确的年度分红而满意，而且增加结算的次数也为我们更频繁地进行有货盘点，更周密地检测所有的状况提供了一个机会。而这些盘点和检测又是在决定分红时必须考虑的因素。

史无前例的强势地位

无论如何，结转一笔相当于我们负债15%的未分配赢余，这使得我们在迎战未来的起起落落时处于一种强有力的地位。这些数字使我有资格再次强调，我们公司为投保人管理其存款提供机会并敦促每一个人用收入的最大能力参加养老保险或其他保险，以使你们的资产有稳定的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我恳请通过年度报告和财务报表。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话
(1925年1月28日)

先生们：

我很高兴能够向大家宣布在我们实行新的评估和部分分红政策的第一年就产生了格外令人满意的利润。我们今年的年利润为215902英镑，其构成如下表：

	英　镑
死亡率等杂项净利润	28551
利息收入(自平均资本利息超过3%的部分，不包括结转)	49508
资本增值(自售出证券或资本重估)	117019
利息收入(自上年结转赢余)	20824
合计	215902

附分红保险金红利

我们已经宣布本年度保险金的发放红利为每100英镑42先令，与去年发放的数目相同。不包括同利率的中期红利，这一分红总计支出为77786英镑。因此，每一份额红利的支付额相当高，但不会超过年收益的1/3太多。且这一开支由杂项交易利润及利息收入支付，并没有动用资本增值收益和结转赢余的利息收入。

在计算本年度结转额的净增值之前，还有几个要扣除的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项目。如我去年所预测的，我们已经能够处理A级投保业务。投保人对董事会提供的条件相当满意，因而偿清了保金，也就等于是将这项业务完全结清，而不是把它们同现在的分红寿险合并到一起。A级保单偿付款比储备金超出21456英镑。这一部分款项将全部在前几年赢余公积中的A级保险金收入列支，不会给其他级别的投保人造成任何损失。为进一步巩固不分红寿险保单(C级)评估的基础，我们还决定，将提供给这方面的开支，从原来的占公司保险金的6.5%提高到10%，也就是8,401英镑的开支。扣除以上项目的支出和评估支出的1500英镑后，总结转额达575290英镑，即增加了106259英镑，占我们负债的16.67%。

利息与增值

扣除财产所得税的其他人寿保险付款，其他各个项目的利息净收入率总水平达每100英镑4英镑11先令3便士，比去年的4英镑6先令3便士有了令人满意的增长。我们的费用率已经从16.7%降低到15.3%。但这一可喜的变化是来自于本年度所占比例极大的一次性保险金。但只怕难以继续保持。新业务额达672038英镑，这几乎是协会历史上的最高记录。

余下的是最重要的项目—117000英镑的资本增值。约等于平均资本总额的3%。这样，利息和升值两项加在一起税后年赢利率为7.5%。我们不能希望将来的每一年都能保持这样的高赢利率。不过，至今6年多来我们一直是将这一比率作为赢利率平均数的。我们的投资方针遵循的原则始终一致。我们的投资项目明细表也显示，与去年相比，我们的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项目并没有本质上的变化。增加最多的是“未加以分类的”证券品种。这种证券主要是利息固定的高等级证券，这一点和公司债券相似。

红利前景

这里需要指出的是，有成功就必然有挫折。我们近来的运气相当好，但维持现在的红利率决不是靠我们的投资能一再有这样的好运气。大家会发现，过去的一年我们一直没有使用资本增值来支付红利的必要。过去的 6 年年年如此，从而产生了资本增值。至今为止我们还没有用这部分资本来支付红利。但我们已经将其全部用在改善和强化公司总体状况的种种计划上了。如建立职员养老基金及增加结转额（这是最主要的方面）。既然一些人对这点很重视，我想再说一句，这就是，这部分资本增值已经全部实现了。

结果单是每年结转赢余资金的利息按 4.5% 的净利率计算，就已经达到近26000英镑。这本身也就相当于是一份按保险金计每 100 英镑 14 先令的红利。这样一来就算资本增值所带来的未来收益以及由结转形成的让我们避免遭受将来可能发生的资本贬值带来的不良影响的安全保障都不算在内，单就在获取红利的能力这一方面，我们的地位也是相当稳固的。

新保险单最低限额 500 英镑

我们的投保人对这一限额很满意，可它却给我们董事会带来了极大的困难和困惑。我看，我们还没有找到最终的解决办法。很明显，我刚才给你们的这个限额太低，它会使我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出售的新保险单的价格过低。我们协会目前积累了大笔赢余，而我们接受新的投保人时却没有向这部分赢余给他们的收益收费。所有经营谨慎、地位稳定的保险公司对分红利保单的新成员在限制范围内都是这样做的，只是程度不同而已。但我对近期出现的各种不同解决办法不了解。我们应该更大比例地实行不定期分红呢？还是取消现在一系列保单并对新的投保人提高保险费比率（对此有一些技术问题需解决）？还是采取措施限制新客户数量？

现在，董事会决定采取实验性措施来限制新客户的数量，并将全部的工作集中到争取大额保单和降低获取它们的费用上来。这样，我们既可以减少初期成本又可以节省营运开支。我们提出这个方案，不仅是因为这样可以防止过多新投保人加入进来，侵吞掉我们过去的积累。还因为，董事会认为，如果我们按目前的速度发展的话，过不了多少年，我们的资金总额总会超出我们的管理能力，从而无法获得最佳效益。

小额保单的新业务，业务成本高得不成比例，因而我们已经决定，尽管老客户还可特许获得 250 英镑以上的分红利保险，但将不再接受低于 500 英镑以下的新保户。根据可付的保险金数目和这个数目投资后可能产生的利润，即使 500 英镑也只能有很小的利润收益。在这方面，人们尚未意识到这个国家的人民和其他进步国家相比，投保是多么少。据估计，我们国家平均每人人寿保险额为 39 英镑，而在美国将近 109 英镑、加拿大 74 英镑，因而个人投保的数量，还大有发展余地。

对保险类别的建议

至于我们接受的风险的上限，我们建议向法院申请修改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议会法案给协会制订的备忘录，目的是让我们有资格承保的保险金额，提高到每个人任何时候总额在2万英镑以内。备忘录曾严格限定协会除附加红利外能够承保的每个寿险金不得高于10000英镑。这一限定一直以来给我们带来了诸多不便。这个上限是在1895年规定的，而当时我们的资本只相当于现在的60%。

另外，我们正在审查一些降低佣金成本切断那些高成本低效益的业务来源的方法和途径。最后，作为进一步的防范措施，如果某一年的新业务的总量达到（董事会为协会的利益考虑已达到）该年度的最高点，我们将保留对该年分红利投保数量予以限制的处理权。

我们还决定，降低不分红保险金比率，以增加分红保险户的利益，近年来分红保险户已降低到一个小数目。

在结束我的讲话之前，我再向大家解释一下，为了节约时间和开支，以前的红利将不再写在寄给投保人的分红通知单上，我似乎没有必要再说只要有前期红利，它将同新的红利一起分给大家。我在这里重新再提一下，是为了今后大家接到通知单时不致产生误解。

总的前景

前景的全面繁荣比去年更加显而易见，但金本位制带来的混乱及银根更加紧缩的可能性，将给执行国民互助人寿保险协会的虽不轻松，但很有意思的管理工作的董事们，带来许多需要思考的问题。

为此我恳请通过年度报告和财务报表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

(1926年1月27日)

先生们：

国民互助人寿保险协会再一次度过了令人满意的一年。我们的总利润达153,864英镑，其构成如下表：

	英　镑
死亡率杂等项净利润	32360
利息收入(自平均资本利息超过3%的部分)	51347
资本增值(自售出证券或资本重估)	44650
利息收入(自上年结转盈余)	25507
合计	153864

我们已经宣布本年度的附红利保险金红利为复利每100英镑44先令，比前6年多24先令，是协会历史上最高的一年。红利包括已发放的期中红利的支出为89667英镑，结余为64000英镑，这些结余将用于稳固公司的地位和记入结转。

我们已经在这项结余中划出31481英镑用于保险储蓄。它包括几个项目，特别是最近的数据表中的年金增长。我们从股票交易所证券中销记了11000英镑。通常这些证券是按年底售出价扣除累计利息估价的，但我们认为谨慎的作法是留出部分备用款，用于防范证券市场交易不活跃的情况。因为在这一情况下，涉足证券市场的卖方将承担收入比报价更低的风险。可扣除上述这些款项后，尚有20358英镑的余额结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转，这样结转额就增加到595648英镑，是总负债的15.9%。

投资的资本增值

连续多年来，我们投资的资本增值都很成功，但迟早有那么一年，可能由于一些我们无法控制的原因，我们将遭受某种程度的资本贬值。我们中大部分由资本增值构成的大数额的结转，使我们处于强有力的地位，足以应付种种此类情况。

我们的费用比率已从15.3%降到12.7%。同去年一样，主要原因是由一次付清的保险金带来的收入突然增多。然而，除去这个外部因素之外，我们的费用比率确实下降了。如果一次付清保险金从过去两年的账面扣除，并用相等的年保险金代替，我们的费用比率下降了0.5%。管理费用，除去佣金（随着新业务的增加，佣金也自然增加）和大量的一次付清保险金，实际上比去年减少了1000英镑。

正如董事会的年度报告所指出的，本年度我们尚未根据流行的标准，即以5%的利息率向投保人贷90%的一次付清保险金，来直接填开保险单。但作为特殊情况我们也有两三份从其他公司得到的这种类型的再保险，这是因为其条款总的来说对协会有利。但是如果我们在任何占较大比例的业务中使用这种保险业务的一般条款，我们就不能维持目前的收益率，甚至是目前的红利率。这种类型的分红利保险业务，既然不能提高协会的赢余比例，对协会也没有什么益处。

本年度为了减少新业务的费用支出，我们成功地采用了提高普通保险的金额等方法。1925年普通保单的金额从1924年的846英镑升至1176英镑。我们已经两次降低了不分红保险单的价格，以促进这项业务的进程。分红利养老保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险的价格与终身保险相比是太低了，因此我们进行了提价。本年度我们关闭了一个分公司，这个分公司的开销与它所取得的业务不成比例。

提高的利率

我们现在来看一下投资业务。我们所赚得的毛利和净利都比去年稍稍有增长——毛利5英镑6先令9便士，净利4英镑11先令6便士。如果用于购买英国政府债券的资金不是大得异常，我们本可以赚得更高利率的。年底时我们的股票交易所证券的总投资中竟有2/3是英国政府债券。按常规，这样大的资本集中于某类品种并不是董事会的方针。如果转换成其他平均利率更高一些的证券，则会有巨大的潜在的获利能力。

本年度净资本增值33,800英镑，其增值率大约是本年度平均资本的每100英镑16先令。这样利息与增值两项合计税后年平均赢利率为5.25%，这没有与其相对应的利率7.5%即过去6年平均所得税税后赢利率高。然而，董事会对于在投资条件非常困难的去年仍能获得这样高的收益，感到相当满意。最近编制的证券指数说明了考虑到一年来的升值贬值，以及所得税等，很难获得一个令人满意的净收益。据记载，通常金边投资证券和其他的固定利息证券的资本值已平均降低2%以上。例如今年的“3.5%转换贷款”的净收益，扣除贬值后为负值；而“5%战争贷款”的净收益也只有3%，“5%英联邦澳大利亚(1934—1945年)”则还要少一些。我估计，所有的长期、固定利息的一级证券本年度收益率平均起来还不到2%。面对这种情况整整一年以来董事会一直都在执

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行了一项极度谨慎的方针，其首要目的是避免贬值。这一方针执行的结果再次证明了它的正确性。

伦敦货币市场

更重要的是，困难的局面尚未结束。到目前为止，保险资金的投资成功与否主要取决于对利率的预测，这一因素会严重影响我们的计算结果。如果我们当时能够确切地知道利率的变化，不管是变高还是变低，我们都可以果断地采取行动。但现在的情况使我们难以有充分把握下结论。

一方面大家普遍认为（我本人尚未表态），由于资金投入和新的存款不断流入，利率的长期趋势无疑是下降。另外，伦敦市场目前与世界其他地方一样都不平静。能使目前市场逐渐恢复平静的事件比其他影响长远趋势的任何问题都要重要得多。

英国尚未处于金融稳定时期。这是目前主要的金融问题。如果忽视这一点，就太过轻率了。对贷款人而言，英国对外贷款的条件是如此地诱人，以至于投资外流已超过因出口产生的顺差。当然，前提条件是英国黄金的生产成本能保持在目前较高的水平上。

除非美国提供比我们更优惠的条件，或者国外特别是欧洲黄金生产成本有实质性增加，显然，迟早我们会或被迫提高贷款条件，或压低生产成本，或二者同时进行。

现在很难看出如何达到上述目的。除非是通过银根紧缩，但这样做会带来其他不良后果。如果利率上升、利润下降同时发生，会使已经投资的人受到双重打击。因为债券和股票的价格会同时下跌，仅仅是这种可能性也自然会引起那些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操作大笔资金的人的高度警惕。

银行利率上升所带来的影响

我们的困惑到此尚未结束。如果我们能知道什么时候会进行再调整以恢复市场稳定，我们就可以制订相应的计划。但去年的经验表明，最终的调节很可能会延缓一段时间。去年利率调节方面只取得了微小的进展，而在黄金生产成本方面几乎原地不动。由于金本位制恢复的结果，以及维持比纽约更紧的银根，使得国际性银行的资金被吸引到伦敦。银行利率的提高在阻止外国投资和降低生产成本方面没有起到什么作用，但在吸引游资方面确实有效。但用这种方法无限期地平衡国民账户显然是不可能的。

我们的董事会今年增加了两名成员，现在恳请大家批准，乔弗雷·马克斯先生和威廉·马克林托克爵士。乔弗雷·马克斯先生自1893年以来一直是公司的保险精算师兼经理，并将继续留任此职。大家都了解他对协会作出的巨大贡献以及他历时长久的管理和计划经验以及为协会的繁荣打下的基础。在协会工作中，董事会的其他所有的成员都曾是他的下属。我想我们中的大部分人，都是在他友善的办公室第一次被正式引见给协会成员的。威廉·马克林托克爵士是皇家所得税委员会的成员，对国家作出过有价值的贡献。作为伦敦最著名也最有成就的会计师，他将带给董事会一种我们至今尚缺的学识和经验。

下面恳请通过年度报告和财务报表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话
(1927年1月26日)

先生们：

我们又一次可以说国民互助人寿保险协会经历了令人满意的一年，我们的新客户稍有增加，平均保单金额增大，交易和利息收益比去年增加了20000英镑左右。保险金收入与费用的比率降低，根据我去年向大家所做的解释，是由于1926年我们获得的一次性保险金数额少于1925年。如果两年所获得的一次性保险金数额相等的话，那么我们将发现今年保险金收入较之去年增加了7000英镑，而费用比率下降了6先令，低于战后平均数的1%。另外，尽管新客户量比1925年大，佣金和管理费用的支出却略有减少。

总利润

本年度所有项目的总利润达150,465英镑，1925年为153,864英镑，其构成如下表：

		英　镑
死亡率等杂项净利润	35,353 9,487	+12,500
利息收入(不包括1925年的结转)	58,162	+7,000
售出或重估后资本增值	19,691	-25,000
上年结转利息收入	27,772	+2,250
合计	150,465	
净利率	4,133(英镑)	+1先令9便士(每100英镑)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于死亡率降低得不同寻常，死亡率利润这一项对我们而言就成了一个大数额，因而我在表中将其单独列出。我还想说明，这确实是个单列的数字，因为区分实际索赔与预期索赔这一做法太普遍了，以至于人们认为这种区别指的就是死亡率。事实根本不是如此。因为按这一分法，实际索赔的总数的计算对年轻人死亡、近期投保并索赔的老年人的死亡，及长期投保人的死亡，他们的索赔的处理是一视同仁的。

投资资本的价值

关于我们的投资资本，本年度只有少量的资本增值，约为20000英镑。这在近年中不是一个大的数字。正如我一年前所指出的，资本增值必然是一个不稳定的项目。在这方面，不能期盼总能获得最好年度的利润。但是，我们连续6年都采取了正确的方针，资本累计增值达665000英镑。或者说这个期间平均资本的16%，已全部用在加强我们的储备力量的种种方式，主要是增加结转上了。除每年正常业务的利润外，结转的年利息收入为28000英镑。

由于本年度资本增值额较小，大约是我们的平均资金的0.4%，我们没法说我们的此项业绩大大好于平均水平。《投资者编年录》公布的证券指数表明，1926年间金边证券总体下跌了0.5%，而股票交易所投资大体提高了0.3%。

投资方面存在的问题

去年我曾让大家注意，我们的资产组合中英国政府债券占有了过大的比例。一般说来，集中持有单一品种，不是董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会的方针。在过去的一年中，这项金额略有减少，为211.2万英镑。董事会一直在不急不躁地、谨慎地寻找比平均利率稍高的证券进行投资。由于英国政府债券仍然占我们股票交易所证券的58%，总投资额的44%，今年董事会仍将全力以赴地向降低过分集中投资的目标努力。

当然人寿保险公司对英国政府债券的大量投资完全是战后出现的新现象。对一流公司来说，这一潮流已经开始向相反方向发展。《保险统计杂志》公布的26家一流公司的英国政府债券相对于总投资的总比例为：

1913年	1922年	1924年
0.23%	40.30%	35.87%

至于财政部，他们乐观地估计将来能够获得的借款利率倒也无可非议。但如果谨慎的话，它应当记住，已经大大加重的未偿清债务使得英国国家债券，无论新旧，都被迫与可选择性投资同处一个竞争激烈的起点上。投保人已经习惯于公司所赢得的平均净利率支付了所得税后不少于4.5%。如果英国政府债券净利率准备调到4%以下，无疑将会对各方面产生巨大的刺激作用，使得他们去寻找利润更高的投资项目。当然，和战前一样，在这个过程中他们无疑会犯一些错误。董事会不会忘记在过去的几年中，投资贬值一直是保险金融业的瘟疫，而避免这种损失是需要首先考虑的问题。

利率的前景

推测未来的利率，在我看来，是世界上最令人费解的问题。是升，是降，我永远无法有肯定的答案。战前，英、法、德在国际贷款市场起了主要作用，而今后起主要作用的将会是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国。美国是否会在目前的外界条件下准备和我们战前那样大量认购这些利率不到5%的一级国际证券呢？这个问题可以间接地找到答案。与英国财政部用心巧妙的集资和强有力的偿债基金相比，价格稳定的英国政府长期证券显得更具实力。然而，对于将来近期内利率的变化3年多来我第一次倾向于流行的观点：种种迹象表明利率可能降低。

宣布分红

我现在来宣布发放过去这一年的红利。其中有些已经发给大家。所有级别的分红利保险维持去年的每100英镑44先令的复利，而且将附加每100英镑6先令给终身分红利保险，所以终身与分红利保险红利总共为每100英镑50先令的复利。所有红利的发出，将只动用本年度的普通利润而不动用资本增值和结转金的利息收入。这里需要解释一下红利发放的方法与以前的不同之处。

我们及其他公司的养老保险和终身保险有关条款的依据之一是对未来的死亡率，及由此产生的收益的一些假设。对这些假设，我们尽可能地谨慎。分红利投保人以红利的形式获得收益。但是，随着时间的推移，这些假设与实际的差异超过了这个方法开始使用时所留有的合理余地。与仍在使用的寿命表相比，利率的上升与死亡率的下降，其幅度之大，导致了目前两种主要保险费用的价值严重不等。粗略地说，死亡率的下降使终身保险单比养老保险单带给我们更多的赢余利润。这样，如果向两种保险单发放同样的红利，就有可能将从终身保险获得的利润发放给养老保险投保人。

复红利制度的数学计算方法已不能自命能比一些其他的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前所使用的方法更精确、更公平地照顾到各个方面。目前所得的资料也无法准确公平地进行计算。去年在保险精算研究所宣读了两篇引人注目的论文，其中一篇的作者是我们协会原保险精算师助理库兹先生。很高兴今天能在会上见到库兹先生，他目前是节俭人寿保险互助协会的卓越的保险精算师。另一篇文章的作者是我们目前的保险精算师助理莱克尼尔先生。这两篇文章清楚地说明了，由于存在有关的保险金参加分红比率，在养老保险单和终身保险单上红利相等的异常现象太多。我请对这方面的细节感兴趣并觉得能理解的人查询1926年7月的《保险精算研究所杂志》。那上面这两篇文章都有刊登。

根据这些计算，在不对将来政策产生不利影响的前提下，董事会决定为公平起见，给予分红保险和终身保险投保人，附加每100英镑6先令的复利红利。这是董事会所做的最公平的方案了。我冒昧地向协会这些成员的长寿和获利表示祝贺。还要说的是，这对于养老保险投保人也没有什么不公平的。实际上，我们计算了一下，就算有利益不平衡，也是稍稍倾向于养老保险投保人。事实上，甚至对那些自从去年年初实行提高了的保险金后开始的人也是如此。

终身保险业务的鼓励措施

终身保险还有一个优势：即自大战以来，一流的人寿保险公司的终身保险业务大大减少了，而且一些特殊的红利也许有助于终身保险获得人们的好感。养老金保险的流行确实是建立在良好的群众基础之上的。过去的几年中，我一直极力主张将养老保险作为一种投资方法，特别是对于那些中等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活水平，没有金融方面的锻炼或经验的人而言。在关注小数额存款的安全投资的地方，我仍持这种看法。但考虑到人寿保险公司整体业务的适当平衡，一定比例的终身保险业务是相当有益的。

当统计学已经能够显示出人寿保险公司终身保险单的条款对其投保人相对不利时，公司的董事长们在年度发言中对这项业务减少所表示的痛惜与从前大不一样。现行条款中对养老保险的偏袒绝对出于偶然。

我们已经实行了一些对终身保险的其他鼓励措施，并已使得我们新业务总额中这一类保险业务比例从 1925 年的 7.25% 增长到 1926 年的 40%。考虑到我们的红利、保费水平及我们目前的整体实力，我认为我们现在可以宣布国民互助人寿保险协会是全国对终身保险的申请者最有吸引力的公司。

1909 年“保险公司法案”的“贸易委员会理事会报告”的修订本将在近期内公布。这一报告可能带来的结果是公司必须以正式报告的形式更大范围地揭示公司真实的财务状况。在这种情况下，我愿意重述我在 3 年前的讲话中提到的立场。我们行动的原则是，每年年终的资产负债表应尽可能确切地体现真实的财务状况。我们揭示所有的赢余，我们列出目前的资产价值及其价值的根据，我们没有任何储备金用来掩盖将来管理失误或亏损。我们全部的金融和保险统计结果都向外界老练的批评家们公开。

这是我们的第 97 届年会。你们面前的报告是第 97 次年度报告。我们的世纪性会议将在 1930 年年初召开，年度报告将讨论在公司成立一百年的财务状况。一百年是以我们老的“国民互助人寿保险协会”成立日开始计算的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话
（1928年1月25日）

先生们：

本年度交易利润（扣除资本增长）和总利润均创下国民互助人寿保险公司有史以来的最高纪录。我们总毛利达226,487英镑，其构成如下表：

	英　镑
死亡率等杂项净利润	44264
利息收入（自平均资本利息超过3%的部分，不包括结转）	65981
资本增值（自售出证券或资本重估）	86065
利息收入（自上年结转赢余）	30171
合计	226481

去年同期的总毛利为150,465英镑。养老保险单的复合红利提高到每100英镑45先令，终身保险单的复合红利提高到每100英镑51先令，这两项支出共为115411英镑。还有中期红利支出，对低于市场价的某种证券少量的特别划减，重新估价的费用等。扣除以上种种支出，我们仍有111040英镑的赢余做为结转。这使结转总额达751246英镑，为我们负债的17.8%，而这一指标在1926年底是16%。

红利率与成本

大战开始以来9年的总体结果如下表所示：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1．复利率和支出

年　　度	复利率	复红利支出
	先　令	英　镑
1919-1923(平均数)	42	60314
1924	42	76530
1925	44	88797
1926	44	100928
1927	45+6(终身)	111416

2．所得利润(英镑)

年度	贸易利润	投资资本赢利	总利润	所得红利率	
	英镑	英镑	英镑	先令	便士
1919-1923(平均数)	73186	72352	145538	101	6
1924	98882	117020	215902	118	6
1925	109214	44650	153864	76	6
1926	130772	19693	150465	69	0
1927	140416	86065	226481	96	6

9年中红利的支出没有超过平均交易利润的80%(完全扣除投资资本的增长)。9年交易利润总额为629000英镑。此外，还有一个重要数据。尽管在1919、1920年底由于贬值而勾销了一大笔金额，9年的年度所得税税后利润为6%，其中的后7年超过了7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资方针的成功

一项投资方针能获得如此好的收益自然可以宣称是经受住了效益的考验。

我曾有几次机会都想谈一谈这一投资方针所包含的基本原则。简而言之就是永远保持谨慎与主动。这一条原则开始时遭受的非议远远多于今天。我们的行为始终与卡耐基公司的年度报告中体现的原则一致。原文引述如下：

"只有作到以下两点才能保证巨额养老保险资金完好无损。一、逐日对该养老保险证券的价值进行系统的重估。二、不断地转让与交换。这是因为环境变化可能对某种证券的安全性产生影响。"

尤其是在用较大比例的资金购买普通股票这一业务上，我们一直都是人寿保险公司的先锋。每一年年终，我们用于这方面资金在资本中所占比例可参见下表：

1918	3.04%	1925	9.56%
1923	16.35%	1926	15.66%
1924	18.67%	1927	18.33%

这种做法与现在流行的做法不同。贸易委员会给人寿保险公司的统计表(就综合性公司来说还包括总资金)描述了如下平均收益，见下表：

贸易委员会统计中发布年度	资产负债表的总额	普通股及股票	百分比
(1)	(2)	(3)	(3)÷(2)
1911	46700万英镑	1800万英镑	3.9
1926	94600万英镑	4100万英镑	4.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法律和通用公司的雷尼斯先生在保险统计研究会上及其他人在其他场所宣读的论文已引起保险界对这一方针的进一步重视。我从亲身体验来对这一政策稍做细述是合适的。

普通股的市场价值

赞成拥有一定比例的普通证券的理由大体有两类：一类姑且称为长期性理由，另一类可为短期理由。长期性理由将资本分散在用货币价值表示的资产如债券，和用实际价值表示的资产上。早些时候，这一做法可以依靠不动产的投资来完成。近来，这种大规模投资不动产的做法正越来越行不通。因为形势已今非昔比。不动产投资难度增大，没有一家保险公司愿意在农用土地或城市用房上大量投资。另外上市公司有了很大的发展，为资本投资提供了一个甚至在20年前还根本没有的领域。

撇开铁路与公共事业暂时不谈，在伦敦股票交易所正式上市的公司中有188家英国工商业公司平均每只股票普通股的市值都不低于100万英镑。另外有60家在国外运作的原料公司，也达到了同一标准。商业和工业公司的普通股票的市值总额达117700万英镑左右，平均每家达600万英镑。制造业公司市值达34200万英镑。

现在，当我们谈到用一定比例的保险资本投资普通股的新方针时，我们首先考虑的是如何面对多达250家左右，市值达150000万英镑的各种上市公司(此外，还不能排斥铁路和公用设施公司)。如今商业和金融业规模宏大，生机勃勃，任何粗枝大叶或匆忙上阵的投资公司都会空手而归。

除此之外，还有70家铁路和其他公用设施公司。其中很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多已有相当长的历史。其股票市值，也达到了39200万英镑左右，或其平均规模为500万英镑。此外还有国外公司的普通股，其中在美国的海外公司最多。

铁路证券价值

为了纠正对未来设想的陈旧观念，值得留意的是制造业有9家石油公司普通股市价总额为16900万英镑。与之相比，有7家国内铁路公司的普通股市价总额为14300万英镑。35家橡胶、茶叶、咖啡公司普通股市价总额为8100万英镑。与之相比，12家外国铁路公司，普通股市价总额为8300万英镑。因此以伦敦为总部的44家石油、橡胶、茶叶、咖啡公司拥有的普通股市价资本总额，与30家拥有英币资本的国内、国外，印度和殖民地的铁路公司所拥有的数额几乎相等。人们还能举出很多惊人的例子。1927年底，科托斯公司(Courtaulds)的普通股市价资本总额比12家达到前述规模的外国铁路公司的总数还多15%，科托斯和皇家化工两家所拥有的普通股票之和超过了所有的英国铁路公司资本总额(请记住，我谈的是普通股票市场资本总额，而不是股票市价资本总额)。简而言之，商业的重心，即投资的重心，已经和以前不同了。所谓“谨慎的”投资方针，实际上是意欲支持50年前站在时代潮流前面的老企业，并非今天那些最具有商业头脑且格外成功的新公司。

投资普通股的第二个理由是即使考虑到风险和其他相关因素，普通股的投资价值无疑比债券高。

多数管理先进，提倡改革的公司分红都比赢利少。这一事实所带来的累积复利常常被忽视。美国的E.L.史密斯先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生和本国的雷尼斯先生，通过相同的经历充分证实了这一点。例如在《经济学家》杂志1926年公布的1527个公司的效益及其分析表明，他们的储备金合计为股票市价资本总额的202%。如果我们在保险业的朋友们和同仁们都效仿我们的做法，将20%的资本用于这种方式的投资。到那时候，这种价值低估是否还会继续存在，我相当怀疑。

反对普通股投资的理由

反面的理由是什么呢？因为毫无疑问会有大量的反对意见。根据我们自己的经验判断，理由主要有两种。首先，这种投资对知识、管理和责任心都有更高的要求。这样，就加重了董事会和管理人员的负担和责任。而董事会可能已有很多年不担负如此重要的责任了，而且年龄也许在70—90岁之间。加重他们的责任是否为明智之举，这令人怀疑。另外，即使给予了进一步的管理和关注，很难得到足够的资料来证实一项大投资是否正确。而且很快将有许多股权分散的合作上市公司的大量上市。修订后的公司法也将坚持账目更加公开，并将加强审计。

第二种反对意见可以从市场的相对局限性中去寻找

尽管有相当大的市值，在250个商业、工业和生产性公司中，你只能选出50个让你一见动心并能找到足够资料的公司。虽然我们国民互助人寿保险协会总资金超过了500万英镑，但在保险公司中还是规模较小的。如有更多的资金就会使自己处于左右为难的境地，要么是不得不向过大的公司投资，要么不得不听从公司的意见另外选择自己并无详细资料的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时为了克服这个困难，我们决定投资于某个行业而不是某个公司，将我们的资金分别投资于这个行业所有主要公司（即便我们不能对它们的情况一一了解）。我们在推行这些方针上获得了很大的成功。但是困难仍然存在。

国内金融

总之，我大胆呼吁：保险公司、信托投资公司，把不断增长的收入投入股票交易所，公共政策应该鼓励它们，进一步完善它们的方针，发展它们的机构，并沿着这条路线积累更多的经验。

首先，也是极其重要的，就是作为一个民族，随着时间的推移，我们不应成为一个只依靠债券利息生活的民族。我们不应与当今极富生命力的企业隔绝。在这些企业中，建设性的事业在发展，财富正在创造。从某种意义上讲，做任何事情开头都有风险，但总有效益来补偿损失。然而，债券持有者虽有时会输，但永远也不会赢。无论如何，如果我们能目睹其他人，如美国人拥有新企业的普通股：石油公司、汽车公司、人造丝公司等等。而本国的人寿保险公司却将投保人的存款无一例外地投入债券这一古老的，说的好听一点是“经历过时间考验的玩意”。我们将会是何其不幸。

第二，如果保险公司拥有大量一流公司普通股，就可以有助于消除合资股份公司目前发展阶段中最大的困难和厄运之一——即一旦发生问题时股票持有者无力招架。这些股票持有者之间互相没有联系，持有某公司的股票量很小，无力对董事会采取联合行动，又没有大笔资金承担风险。而保险公司的联合行动，在将来大有可能。我们可以产生一个委员会代表他们充当理智的、信息灵通的股票持有人，使上市公司了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的观点和愿望。而这样的股票持有人在当今极端缺乏。

简单地说，我相信公众与个人的利益在这一点上令人愉快地结合起来了。如果那些负责大笔投资的人把适度、谨慎地投资一流企业的普通股作为他们的责任，那么这个国家效率就会提高，财富就会增加。

先生们，我提请通过年度报告和账目。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

（1929年1月30日）

先生们：

1928年的突现利润大幅超过1927年。交易利润的小幅度减少，但用增长的资本利润来补足足有余。总利润为249,445英镑，由以下部分组成：死亡率等杂项净利润26280英镑，平均资本利息超过3%的部分利息收入为（不包括结转）70,955英镑，已售出证券或资本重估的资本增值117555英镑，上年结转赢余的利息收入34655英镑，总额达249445英镑。

1927年相应的总利润为226481英镑，1926年为150465英镑。发放的红利率与去年相同，即养老保险复利每100英镑45先令，终身保险复利每100英镑51先令，扣除保险精算师在评估报告里所列出的各种开支以外，今年未分发赢余的结转额为26278英镑，总结转额达877524英镑，是负债额的20.7%，而1927年是17.8%。本报告首次有G.H. 莱克尼尔先生签字。他曾经是我们的助理保险精算师。董事会已荣幸地提升他为保险精算师。乔弗雷先生仍旧保留总经理的职位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如年度报告显示，到期的养老保险的数量反常，为266,071英镑，其下降原因是由于10年前发行的无红利特别战争债券保险单已经到期。这使总资金的增长额低于往年。

本年度的投资业务困难很多。董事会实行的方针有时模棱两可。协会持有的普通股稍有减少，但是我们的资本利润是过去几年中最高的。我们的税后总资产利息升值达7%，这意味着我们的证券收益还要比这更好一些。在过去的8年中，我们的税后资产总收益年平均增长超过了7%。

与前一个5年的比较

1928年结束了一个分红的五年计划。因此，将过去五年(1924—1928年)和前一个五年(1919—1923年)比较起来相当有趣。我们通过提高保险金平均金额来降低新业务成本的努力成绩卓著。过去五年的保险平均金额大约为1200英镑，前一个五年是650英镑。我们开出的保险单的数量比以前减少25%，而总金额高出将近40%，其他几个主要方面比较如下：

	1923年12月31日	1928年12月31日
五年期终资金总额	3940268英镑	5231907英镑
平均净利率	4英镑8先令6便士	4英镑13先令
支出比率	17.0	13.7
交易利润	365932英镑	611174英镑
证券变现和重估利润余额	361760英镑	384983英镑
红利支出总额	301570英镑	498248英镑
所得红利率	101先令6便士	91先令6便士

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将要到来的百年纪念

10多年来，我们年均红利增长为每100英镑9.5先令，而支付红利保险单的红利约是这个数的一半。每年我们都不敢肯定我们的巨大成功是否事出偶然。而且，我们存储了所有的资本利润，以备可能出现的证券贬值，很明显，这种储备金的积累不能无限期地继续下去，而且那样做对这一代投保人也不公平——事实上这与互助人寿保险的原则相悖——通过保险精算或其他方法使赢余的发放不超过为确保协会的财务状况的适当需要的储备金的范围。因此，我受董事会委托向大家宣布一下我们的初步决定：

现在我们即将进入一百周年。在这一年结束之际，除今年的正常红利之外我们将再向大家发放一大笔特别的百年红利。这次分发红利不是平均分配，而是根据所有相应持有的证券。我补充一句，1929年内新投保的保单除对在1929年所获的赢余外不参加这次分红。这次特别红利的分发细节董事会还没有确定，要到明年协会的百年会议之际才会公布。

新保单的建议

为庆祝协会一百年诞辰，我们将发放一系列新保单，作为现有系列保单的补充。而现有的系列保单近期内不作变更可继续使用。我认为投保人及整个人寿保险行业将对此表现出极大兴趣。我们已经30年没有对分红利终身保险费率进行调整了，而仅对分红利养老保险费率作过上调，以便使更多的人参加终身保险。医学进步使死亡率降低，更多可以利用的累积保险资金增加了赢利的机会，所有这些实际上降低了初

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始投保费的比率。

结果，和其他保险公司一样，我们以年积累红利形式分配了过多的利益，而初始投保费本身却得益很少。简单地说，人寿保险公司没有根据条件的变化相应地修改保险条款。结果，开始签订合同时根据保险年金额所应付款项与投保人所能够支付的款项距离之大超出了他的谨慎所能考虑的范围。这对于长寿的人不是什么问题，因为他可能通过分红保险得到补偿。但对于最初投保人来说则关系重大，因为即使他实际上长寿，但他在最初投保期也想得到保障。

职业男性的需求

比如，一个未到达中年且收入不错的职业男性，很少进行储蓄投资。他投保人寿险的目的是万一他早逝或中年逝世能留一笔足以供养他的家庭的款子。这比起在他 80 岁时留一大笔款子给他的子孙更重要，因为如果他活到 80 岁，他的家庭也不再需要这么一大笔款项，而当他们确实需要时可用其他的储蓄来支付。

我们及其他大多数保险公司的保险种类实际上对那些活到 80 岁的人相当理想，因为一个长寿的投保人可以得到投保的保险公司约定款的两倍以上。但对想要投保风险，或者想要确定在他万一不能活到老时，留下一笔适当的款子的人而言，这种保险条款就太不理想了。事实上，为已婚男性早逝保险是人寿保险的主要任务之一；而现在的条款则成了一种为长寿老人后嗣留下一笔可观款项的保险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的分红利保险

因此我们建议，创立一系列新的分红利保险。保险费率的计算参考现代人寿保险经验，根据新的保险单赢利在几年内分发红利，第一年的分红利率为15%先令复利。这就提供了一种最初投保的保险费比相应系列的旧的保险单金额高出20%～30%的分红利保险。这样，分红利保险单的保费率实际上与仍在沿用的旧的不分红利保险单的报价相等。举个简单的例子，在旧的系列，一个将满三十岁的男人投保分红利终身保险，投保1000英镑的年保险费为预扣所得税后21英镑15先令，而同样的保险费在新的系列保单是可保1,247英镑。这样的条件具备优势足以打动为家庭而投保的年轻已婚男性。

价格低廉的人寿保险

最近一些细微现象表明公众对人寿保险公司在根据不同情况修改条款的消极态度感到有些不安。协会将采取一些措施满足公众对低廉的人寿保险的要求。但千万不要以为我们没有坚持我前面所表达的观点。那些观点是关于保险公司作为风险保护者的同时承担投资中介服务的角色。事实上中介已是保险公司现在所充当的越来越重要的角色了。

未来的不同的保险公司，对投资和保险会根据各个公司本身的环境和需要，分别给予不同的侧重。结果，一种保单即使是有终身保险和养老保险之分，也不能满足所有投保人的要求。近年来的趋势更趋向于提供投资服务而不是保险。国民互助人寿保险协会新的“加强型”或“已婚男性型”保单，则可以同时满足以上两方面的要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的经济趋势

人寿保险业务对经济和工业形势相当敏感。我想沿用前几年的做法在此谈谈经济前景,应不至于不合时宜。我在1923年说过"在大约同等工资水平情况下,现就业人员的平均产值比战前大致减少了10%。如果工商业技术和情报水平不大幅度提高的话,在目前条件下,除周期高峰外,我们能否使就业率达到100%,看起来令人怀疑。"我在1926年指出,金本位制的恢复所需要的黄金生产成本的调整,几乎没有进展。我认为工资与生产效率的关系,仍然是问题的中心。

最近鲍利教授计算的结论具有普遍性,可能会令人感兴趣。1914—1924年间的周平均实际工资(全职)提高了8%。而同时每周工作时间减少了10%。结果是,如果雇员维持战前的生产能力,就要提高效率将近20%。1924年的生产普查表明,当时生产效率提高的幅度,恰好弥补缩短工作时间而减少的生产能力。对于提高周工资却无济于事。因而,在1924年,那些生产效率的提高低于平均水平的行业的雇主便面临困境。1924—1928年间,工资基本保持稳定,按战前价恢复金本位制后的实际工资提高了8%。

雇主的任务

雇主面临的任务是:要将生产率提高到比1924年高16%,才能达到战前的生产能力。现在估计整个雇员系统每年效率平均数将提高1.5%。虽不至太过乐观,但如果能做到这一点将会是一个很大的成就。因为这意味着1929年,也就是今年,商品短缺就从16%降低到10%。但形势令人不快

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一面是，按照这个速度我们还要6年才能将一切纳入正轨。1924—1925年间，货币价值的变化，使已经在1914年的一系列的事件中疲惫不堪的企业家负担加重，还延长了那些处于中等水平以下的企业失业现象的存在。

既然降低工资既不实际也不明智，那么唯一的解决问题的办法就是加速提高生产效率，并实行避免在国际货币市场上价格进一步下跌的国际货币策略。但是，我们也可以在一段时间内通过努力来缓释失业问题，如将我们的存款投资于可以在国内立即提供工作的项目，而不要投资于那些由于外汇负担将使英国银行因储备金问题处于尴尬境地的项目。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

(1930年1月29日)

先生们：

今天是我们协会成立以来的百年大庆。首先，我简要地谈一下去年的有关数字，然后谈一谈总体情况。

本年度我们的新业务比历史上最高纪录的去年略有减少，但还是超过了以往其他的年度。减少的原因是发出的保险单比我们收回的保险单要多。在这一年中，公司直接获得的新业务实际上是历史上最多的。去年我向大家解释的新的参加分红保单在这些创纪录的数字中占有很大比例。毫无疑问，随着时间的推移，适合这一级别保险的投保人享受到这些保单的好处后，将会在我们的总业务中形成一定比例的稳步增长。

正如年度报告所显示，我们的支出比率与去年基本持平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过修正的数字比原数字稍低一点，这是为了排除单项保险金的影响。我们的交易利润，投资的升贬值除外，达到了149403英镑(去年是131890英镑)，由下列各项组成：

死亡率等杂项净利润	33850英镑
利息收入(自平均资金利息超过3%的部分，不包括结转)	73317英镑
利息收入(自上年结转盈余)	42236英镑
合计	149403英镑

利息收入增加

今年利息收入较多，部分的原因是，我们的资金平均毛利率，除恤金外，比去年高出至少5%先令，达到最高值5.75%。收入的提高一方面由于我们执行了上次年会上宣布的方针，即投资大幅度转向，由英国政府债券转向其他固定利息的高收益证券。另一方面在很大程度上也由于去年我们这一类的投资公司均遭受过证券资本贬值，对此，我随后会进一步细谈。利率降低在1929年并没有使经济受到全面影响，因而明年的利率有望进一步回升。

另外，任何投资升值带来的资本收益都必然将导致利率的降低。而且在我看来，在推行一项投资的政策时过多地受到极度追求短期收益的欲望的影响也是不明智的。因为那些最终收益最理想的投资通常在某个时日的现行收益并不高。连续几年以来，我一再向大家说，不能把因利率提高而得到的收益，尽可能地作为储备，并认为是一种倒退的迹象。在把我们的投资收益与那些并不根据市场波动而相应公布其投资价值的公司相比时，大家不要忘记，虽然可能潜在的实际情况相同，但我们收益中利息收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入出现的波动会比其他公司的要明显。

投资价值下跌

投资方面本年度最重要的事件当然是投资价值总体水平的严重下跌——确实，这是1921年以来最重要的市场运动。很多年来我们的股票交易所证券的资本价值都在不断上升。然而，如我在年度报告中多次重申的，不能把这种上升看作是极度可靠的收入来源。而且，我也曾提醒大家，投资价值下降并吞噬我们部分收益的情况是必然会出现的。正由于这个原因，迄今为止我们没有分配过任何资本升值收益，我们认为任何来自这部分收益的分配，都必须谨而慎之地以这段时期的平均收益为依据。事实上，我们现在已经决定向分红利投保人分发过去十年资本升值的收益。这一方面是因为我们认为时机已经成熟，另一方面是恰好将它作为我们协会世纪之年的贺礼。

幸运的是，必然到来的资本市场下跌在我们享受收益之前来临。这使得我们能够将多年市场升值和一年市场贬值一起考虑，这样我们能够以一个相对长的时期的平均收益作为分配依据，而不是那种在连续升值的基础上分配。

有限度地令人满意

我们完全有理由在一定程度上感到满意，因为关于我们遭受的实际贬值额总的来说损失不是太大。我们的资本价值贬值额为317420英镑，大约相当于全年平均值的6%。从数字本身来看，亏损额相当大，但由于我们前些年的资本收益已经大大增加了我们的金融资本，因此截止到12月31日我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的证券价值扣除亏损后，资本升值里仍然有一大笔余额可以作为我们世纪性的红利。我马上就会谈到这个话题。除此之外，我们仍可结转386000英镑作为应急费用。但是对我们去年的投资方针成功与否的实际检验必须以市场的总的投资值的下跌为基础进行比较。

由金融杂志和其他权威人士所公布的指数表明，实际上1929年所有级别的投资证券都出现严重下跌。比如，如果我们把资金全部投资于英国政府长期证券，那么贬值率则是5%～6%。而我们总的贬值率是6%，股票交易所证券的贬值率为8%。我估计，非金边证券的固定利息证券肯定已经平均下跌10%左右，根据不同权威机构的专门的抽样调查，普通工业股票投资已贬值20%～30%。

普通股持有

与其他保险公司相比，我们较大比例地投资普通股的方针众所周知。在普通股暴跌的去年，我们所遭受的贬值非但远低于普通股总体水平，而且远低于非金边固定利息证券，只稍高于英国政府长期证券。我肯定，与前几年较好的收益相比，目前的情况在更大程度上体现了我们追求远期效益的方针的成功。从1929年起，我们的普通股投资已从729792英镑增加到1090959英镑。因此当市场潮流转向时，我们将处于极有利的地位。事实上，我们进行估价的那一天，即去年12月31日，正是市场最低谷。而那以后的短时间内，又有了很大比例的回升。

这当中的教训是不管市场行情是涨是落，没有一家大投资公司可以指望置身于整个市场的重大波动之外。如果我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在市场上涨时赢得的总的升值最终高于市场低落时的贬值，那我们就应当感到满意。毫无疑问我们已经在这方面获得了成功。我们九年投资资产的利息和升值的税后年收益总和扣除去年全年的贬值后，收益率仍为6.5%左右。

分红计划

去年所发生的其他值得一提的事是，协会制定了管理层和一般员工的分红方案。我相信在保险公司中我们是第一家实施这类计划的。在订出一个适合于人寿保险公司利润分配的方案时我们几乎没有遇到困难。这个分配的基础是确定人员工资总额与超过用来支付标准比例的复利红利之外的交易利润的百分比，和在基准线以上的资本收益的百分比。

除此而外，为了庆祝协会百岁生日我们还将向所有工作人员分发一次奖金。数额标准将依工龄和工资级别而定。

新的公司法案没有对我们的会计账目的格式造成什么大的改动。唯一需要增加的项目就是新提到的董事费用，以及除股票交易证券以外的其他资产的评估基准问题。

正如已经通知大家的，旧的系列保单的分红沿用了前两年红利率，新的系列的红利率为15%先令。交易利润扣除这项红利支出后，为21512英镑。然而，我们还有一些其他的赢利，一部分来自交易利润盈余，一部分来自结转总额。这些在已传阅的保险精算报告中都有详细阐述。报告里最重要的是关于需支付以下项目的数额。首先是1928和1929两年员工红利分配，其次是我前面提高到过的百年红利，最后是18,417英镑的退休基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百年红利

现在我来谈谈我们特别的百年红利。红利的有关细节已经在保险精算报告中通报给大家了。我们正在计划藉此机会向分红利投保人发放一笔占累积资金很大比例的红利。累积资金来自于过去十年来一直增值且一直没有分配的投资增值收益。很明显协会不应长期保留除作为备用金结转后的部分。另外，一种不规律、不稳定的收入来源不能被看作是正常的年红利来源。必须经过足够长的时期才能按平均收益分发红利。

因此，今天这样一个特殊的时刻，为处理这部分累积赢余提供了一个恰当的机会。使得我们可以分配这笔需要谨慎处理的赢余，同时不至于带来一个危险的先例，也不会激起将来不可能实现的企盼。不过我们的观点是，如果条件许可，今后可以考虑每隔一段时期进行一次特殊分红。从这一观点出发，我们将至少每五年进行一次总赢余的回顾。

老成员的利益

我们现在所宣布的分红细节表明，我们的分红方法特别照顾到老成员的利益，我们觉得这样做是必要的。因为我们目前分发的是几年前达到了一个可观的数字的累积红利，是整个战后时期的收益。这些老成员的保单占有十年来累计赢余中的很大比例，因此他们有资格享受协会所分发的这些红利。根据去年我所宣布的原则，1928 年以后投保的投保人不包括在这次分红范围之内，其他成员则根据投保期长短领取红利。比如，1920 年发放的保险单将按保险金每 100 英镑 70 先令的比例分红，1910 年为每 100 英镑 145 先令，1900 年前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的保单为每 100 英镑 200 先令。

这笔红利总支出为162421英镑，将作为结转的未分配留存收益金额是这个数字的两倍多，即386019英镑。普通年分红通知单将会马上发出，但是这次特殊红利的通知单还要稍迟一点时间才能准备就绪。

百年历史

我们已经预备了一册极有意义的关于一百年来我们经历的种种事件的历史。这本册子已经寄给了大数额投保人。如果其他的成员感兴趣并寄给秘书一张明信片的话，我们也将很乐意给他们邮寄一份。一个小数目如何经过成年的积累变成了一笔大资金，实在令人惊服。从我们当今原则上和实践上所堪承受的风险来看，我们的前辈所承担的风险，特别是在基础不足以维持平衡时，看起来相当令人恐惧。然而正是他们，主要是在 1820—1850 年，为我们今天英国的互助保险公司生存打下了坚实的基础。我将前辈得以克服开创时期困难的成就主要归功于他们的绝对忠诚和公众精神。正是这种精神促使他们大公无私地奉献他们的脑力与体力财富。

给协会奠基者的献词

回顾协会的遥遥历史，我们想起了两位协会的奠基人詹姆斯·伯切尔和威廉·伯切尔。“老互助”曾有 50 年依赖于他们的坚定与忠诚。他们的照片挂在协会的墙上，他们的孙子及侄孙是我们协会现在的副主席。马科斯先生，我们的现任总裁，为协会已经工作了 45 年。在协会创始的上半个世纪里，他担任总裁职务达 37 年之久。马科斯先生在詹姆斯·伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

切尔先生逝世后一年，威廉·伯切尔先生逝世的前三年开始为协会工作，因此，他曾经和他们一起度过了“老互助”期。“国民”比“老互助”的历史早4年，而通过马科斯先生，“国民”与“老互助”合并成为今天的公司。公平地说，“国民互助”是詹姆斯·伯切尔先生、威廉·伯切尔先生和马科斯先生共同缔造的。

未来

在年会上展望未来已是我的习惯。但由于今天回顾了这么多的历史，对未来的陈述不得不简要一些。去年我曾经指出1924年以来价格与工资变动的不一致使企业要维持下去的话，就必须将生产效率提高16%。我还大胆猜测如果生产率每年约提高1.5%的话，可能到1928年底企业已将差距从16%降低到10%。不幸的是1929年所发生的一系列事件不仅没有使问题缓解，反而使问题变得更为严峻，因为价格又下跌了4%～5%，而工资水平却没有变化。

此外，如果说恢复金本位制导致的1924年后工业的困难只是事关英国本土而已，那么原料价格的下跌则成了一种世界性的灾难。这场暴风雨的中心，据我判断，既不在英国也不在美国，而是在其他的原料生产国。对于将来价格是回升还是会进一步下跌，与其关注伦敦、纽约，不如去关注澳大利亚、南美、亚洲、中欧市场。由于主导产品价格下跌及国际借贷市场贷款困难这双重因素，使这些地区正陷于极度的困境之中。

整体价格下跌的后果

1921—1924年之间，战后的通货膨胀所带来的影响已基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本结束。但自 1924 年起，整体价格指数又下跌了 20%。这场持续了 4—5 年的下跌，不管是不是刚刚过去的通货膨胀带来的反应，我认为在现代经济史上都是空前的。现在的后果已经达到一级灾难的范围了，而能否避免市场朝这一方向继续发展还全然是个未知数。

这些对人类的财富和幸福造成如此危害的事件是可以避免的，也是可以补救的。但这需要全世界银行界权威的集体智慧，并非一个国家的单独行动就能完全解决的。黄金股票的内部冲突必须停止，世界重要金融中心货币利率必须降到一个不致给他们的共同行动造成困难的相当低的数字——如 3% 左右，并保持一段时间，直到能够合理地期待整个世界的进取心和自信心的恢复，期待一定的繁荣给人们带来的快乐。而科学和经济技术成果的不断增长将使这一繁荣成为可能。但愿政府或政府在国际货币事务中的意愿最终使其成为可能。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

(1931 年 1 月 28 日)

先生们：

在开始进行常规事务之前，我本人以最沉痛的心情悼念去年逝世的我们最年轻的董事悉尼·拉塞尔·库克先生。拉塞尔·库克先生曾在很短时间内，在伦敦金融界建立起了自己的威望。他才华横溢，个性迷人，他的英年早逝，给所有熟知他的人留下了永远的遗憾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年度的业务情况

本年度的人寿保险新业务量是协会历史上的最高纪录。但我们的方针是尽力避免任何一个保单的风险。因此我们的净业务量稍有减少。我们的费用支出与前两年大体持平，但是保险金收入的比率有所提高。这是由于受新的立法的影响。单一保费业务的金额由63000英镑减少到了18000英镑。我们从来没有对这项新的立法表示过热情，它也没有在我们的业务中占有主要位置。我们的各级保单的红利率与去年同样保持高水平。

今年我们总的交易利润，除投资的升值和贬值外，达到141,487英镑，由以下各项组成：

死亡率等杂项净利润	39323英镑
利息收入(自平均资本利息超过3%的部分，不包括结转)	83577英镑
利息收入(自上年度结转赢余)	18587英镑
合计	141487英镑

表中头两项比去年多，最后一项比去年的少，这部分是因为百年红利分成影响了结转。

毛利率

毛利率收入——正如我去年讲话中所预告的——今年再度大幅度增长——从每100英镑5英镑15先令11便士上升到每100英镑5英镑19先令，现在已比三年前提高了10先令以上，但被提高的所得税所抵消。今年的毛利率收入有可能再度提高，原因之一我们划减了证券的账面价值。至于更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远的前景，我大胆预言一个大的下降趋势已经开始。随着时间的推移，这会对于人寿保险公司的经营带来相当大的影响，并使保险公司面临一种几年来的事件已使它们淡忘了的新的问题。

去年大家所关注的主要问题之一是投资方针问题。我们在证券变现或重估方面遭受了179733英镑的贬值，大致相当于我们平均资金的3.5%。考虑到我们刚刚度过历史上最严重的经济大萧条之一，即使是对我们众所共知的投资方针持反对意见的人也会同意，我们完全没有必要太过失望。由包括保险精算研究所在内的各种权威机构编制的证券价格指数最终表明，如果我们只是在不同种类的主要证券上平均投入资金的话，我们的损失量将比现在大得多。即使在目前特殊的情况下，任何事情的发生都不会推翻我们这段时期以来一直在实施的方针。因为，扣除了 1929 和 1930 年所有的贬值后，我们在过去的 10 年的税后资本平均年收益，即利息和资本升值收益平均为将近 6%。

证券的持有量

在我们的资产负债表上可以看到，普通股的持有量比一年前减少了254000英镑，自年终后又有所减少。但同时，我们的英国政府证券持有量提高了220000英镑。这种变化表明董事会方面认为不能安然假定萧条期的结束已经在望。这个问题我将稍后谈及。我们的观点是，我们仍然处在极度小心的投资阶段。根据这个观点我们已多次检查了我们的证券投资组合，只保留了我们认为价格完全低于将来收益的证券。我们已经采取了专门预防措施以避免外国政府证券的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大家或许对此会有兴趣的，我在这里提一下，我们已经将欧洲政府证券的持有量减少到极小的数额。而在过去的许多年我们一直都没有澳大利亚政府及美国的证券。作为我们协会力量的一个有力的证明是：虽然我们经历了两年多前所未有的困难时期，但是除去所有贬值，仍发放了每年的高率红利和特殊的百年红利162000英镑。在我们步入 1931 年的时候，我们仍然有200000英镑的结转。此外，虽然协会的估价基准习惯上公认为 3% 的净保证金。而实际上，储备金以多种方式包含了一大笔超过净保证金的资金。这一点本身就能证明公司的实力。

新业务开发

在进行其他事项之前，我想简单谈一下我们去年开始的新业务的进展情况。我们现在准备限量发行一些不需要进行体格检查的保单。很多保险公司几年前都已经这样做了。目前我们认为向一些符合条件的投保人提供这种服务的时机已经到来。本年度我们还提供了一种新保单——“加强型”保单：即我在 1929 年的讲话中所谈到的一种低保险金系列的一个附加品种。根据对这个新体系的短期经验，我们可以说这一体系看起来满足了人们的某种希望。大多数人都只能通过寿险来储蓄一笔钱，以备自己早逝时留给依赖他们生活的亲属。但从这部分保单所保证的对被保险人整笔应付款项所创造的收益来看，这一储蓄是远远不足的。由于提供一笔足够的资本对很多人来说条件不允许，因此，对于一张普通保单来说，这种不足在所难免。这一难题如今已能解决。在“加强型”保单的条件下，人们可以以较低的成本在死亡后最需要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几年得到较高的收入。因为当死亡发生时，我们除立即支付保证的被保险人整笔应付款项及红利外，还有自投保期开始的20年内按投保金额的12%支付的应付所得。举例说明，一个25岁的按5%的比例投资于保险的人整笔应付款项，他每年支付21英镑3先令4便士的保险金，那么在他早亡时，他的亲属不仅可以在20年结束时获得1000英镑的整笔应付款项，还可以获得每年170英镑的收入。这种新的保单将我们人寿保险的主要功能，即为早逝的负责养家糊口的亲属提供足够的经济保障，推进了一大步。

有一点大家会感到有趣，即我们很大比例的新业务都是我们协会的投保人介绍的。我想借此机会感谢他们用这种有实际意义的方式对我们协会的福利事业表示关注。我们一直都非常有幸与这些投保人合作。看起来他们已经意识到他们是我们协会的成员，我们完全是为他们的利益服务的。他们体会到了“互助”一词所包含的礼尚往来的意思。他们不仅本人进一步投保，而且还通过介绍他们的亲朋好友投保来履行他们一方的责任。这一切大大有益于我们的经营管理。我希望新的投保人能够保持这一优良传统。

国际贸易和金融

现在我们抛开协会的业务来看看整个世界的情况。令人遗憾的是我一年前悲观的预言已经完全得到证实。而且有过之而无不及。我当时曾预言风暴的中心既不在英国也不在美国，而是在其他原料生产国。而且，我们必须急切关注澳大利亚、南美、亚洲和中欧。我还说，总体价格下跌幅度已达到了“最大灾难”的范围，且“能否避免继续朝着这个方向发展还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个未知数”。这些预言在当时引得人们议论纷纷，现在已经被证实是持重而保守的。我依然没发现有什么理由来对不远的将来表示乐观。我尤其要强调的是仅仅几个月的时间不可能带来持久性的经济复苏。因为我们所经历的市场混乱刚刚过去不久。但是，在我看来，除时间外市场复苏还取决于别的重大因素。它不会不邀自来。

更糟糕的是，当我们正在努力走出消极与被动的泥沼时，我在一两个星期前对无线电广播说，问题的根源具有国际性特征。当时有人对我发问，我便不假思索地做了回答。这一说法已经冲击得大家动摇不定，惊疑四起。如果要我简短地总结一下当前形势，我会说，实质上在于一些债权国正在进行一系列有计划的使债务国破产的行动。

债务国的信用

我们一向知道国际贸易和金融是依靠与债权国的赢余资财等额的贷款源源不断地全部从债权国流到债务国的过程来实现。如果这种流动过程受到阻碍，债务国既无法销售其产品又无法近一步借贷，他们就决无可能用等额的黄金来偿还每年的偿债款项。信用紧缩及由此下降的购买力，美国主要商品生产力的大幅下降和随之而来的对世界其他国家商品需求的减少，必然导致价格暴跌。而这一灾难已经发生，甚至还会形成恶性循环，因为价格下跌破坏了债务国的信用。从个人投资者的角度考虑，贷款给他们会更加不安全。

刚才我谈到了董事会对外国债券持谨慎的态度。从我们的立场看这不失为明智和必要的预防措施。但从另外的角度看，这恰恰与使市场恢复运转的要求背道而驰。因为要避免

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的灾难发生,必须有人借贷给这些国家。然而我们的方针是与这个国家的利益一致的,因为导致目前困难的种种障碍并不是我们的过错。事实正好相反。伦敦的困难在于它作为一个经验丰富顾全大局的债权人,为了挽救局面,对债务国承担了太多的责任。而这一责任已远远超出合理范畴。现在我们不觉得自己必须等待,直到其他人来改变这一局面。虽然表面看起来不是那么回事,但是我相信英国会成为一个消极的债权人的结果并不可能使他们在1913年底发现自己比以前有了更多的黄金。

联合行动的必要性

因此采取某种联合行动防止债务国信用进一步恶化就变得越来越重要了。债权国必须为他们不在贷给债务国的资金刚开始复苏阶段就失去公众信心的国内投资上寻找出路。这可能需要利率的大幅度下降。同样,由于对债权国产品的需求增加及产品价格的好转将大大缓解他们的困境。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

(1932年3月2日)

在1930年创造历史最高纪录的一年后,我们1931年的新业务量有小幅下降,为705,979英镑,我们的费用支出比例为13.7%。与上一年的14.7%相比略有下降,虽然这在某种程度上是因为新业务交易额的减少。毛利率为每100英镑5英镑11先令1便士,这一表现不如去年理想但也令人满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分原因是因为资财从普通股转移到了金边证券。由于我们拥有的外国债券数量极少，因违约造成的利息亏损只占利息收入的1%，可以忽略不计。

投资更大比例的政府证券

由于我们决定暂不进行保险精算估价，这个问题我稍后再谈。以往12月31日按市价对股票交易所证券的估价没有发表在大家所看到的报告里，但推迟保险精算估价决不是改变我们公司创立已久的这一制度。1931年间，我们资产的贬值和变现损失之和相当于投入股票交易所证券市场的资金的15.8%，或者平均资产的11.8%。这些数额不包括1930年的结转和1931年的交易利润。证券投资在种类上的变化主要是普通股从原来占有总投资额的16.2%减少到4.3%，英国政府证券从15.8%增加到18.8%。外国政府和市政证券如我所说过的为数极少，占总投资额的4.3%。我们在美国的投资一直就较小，年初是5.1%，年终是5.3%。

过去的一年，对于所有想用大量资金进行安全投资的人都是倍受煎熬的一年。所有种类的证券所遭受的实际贬值都是空前的。恶劣的市场形势加剧了我们的困难，因为无论是按明显的市场价格还是有时按相当合理的价格进行买还是卖，都无法进行理想的证券交易。这种市场形势对于我们这样的协会来说尤其是一个考验。因为其一，我们在开拓投资方面比其他的人寿保险公司更接近于一个信托投资公司；其二，我们用相当大笔的资金投资于更易受市场波动影响的证券，而其他形式的投资如抵押，账面价值可不受市场形势的影响；其三，我们总是自豪地公布投资的准确市值，因而董事会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有任何用以应付困境的投资储备金。

投资与市场价值

我们在这场考验中是如何取胜的？与主要的信托投资公司相比，我们无疑是相当成功，我们的贬值比例比一般的投资公司低的多。不幸的是由于几乎所有的保险公司都没有在年底列出它们投资的实际市值，我们从未与其他的人寿保险公司进行过类似比较。但是，既然有人总是认为，像我们这种投资组合的公司，在史无前例的工业衰退的低谷，或自己认为将近低谷的时候，较之那些拥有很小比例的普通股票和大得多的比例的抵押品及不动产的公司来说，所进行的投资估价目前一定不会太大。那么，即使我们的收益比人家略低一些，也不必为此担心，因为如果经济继续衰退，就算某些资本在短期受影响不大，但最终也将无一幸免。而如果工业复苏，相对价值便可恢复。即便是今天人们依旧想知道，如果所有的财产和抵押不得不根据股票交易所证券类比得出的“出价”的基础上进行计价，又会如何？还有对我们方针有利的一面是，在目前的条件下，我们应当持有一定比例的有“真正”价值的普通股，虽然价格低于两年前。

在目前的通货紧缩时期，当商品价格如此之低以至于价格大幅度回升时，必然会大量出现以货币形式表现的拖欠违约。我们持有普通股票实际上是替所有将存款委托我们管理的投保人对未来的经济复苏下了一笔赌注：如果出现复苏，其价值将被证实，如果我们赌输了，那么所有的投资都同样会赔本。值得一提的是，在此之前，即使是在目前的条件下，我们的普通股对于年度最终收益影响也是多么地小。我们的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票交易所证券的累积贬值，正如我刚才谈到过的是15.8%，而固定利息证券贬值为13.5%，如果我们完全没有普通股，贬值额将会比现在小。

一个有趣的比较

作为一种绝对意义上的测试，将投资结果与主要证券价格指数进行比较会相当有意思。我们用最完整最现代的指数——保险精算指数进行了以下比较：

	保险精算指数(%)	国民互助人寿保险协会(%)
固定利息证券	12	13.5
普通股	23.3	24.9

但是这个比较对我们来说不够公平，因为保险精算价格指数并不包括一般英国投资机构均应涉足的投资领域，尤其是它不包括去年亏损特别严重的外国债券。这样一来，只持有少量这些外国债券及对这方面的损失的避免并没有给我们带来荣誉。而普通股的比较也不够充分，因为保险精算指数局限于那些至少部分在国内经营的企业，不考虑贬值严重得多的国际性品种。最后，他们也不包括美国证券，因此不能反映美国证券价值的灾难性暴跌。

回顾一年来的经营，当然，也许我们通过大量出售普通股和长期固定利息证券，而且将进款再投资于短期证券，如短期无息国库券，可以降低贬值。但且不说这样做的结果会给年利息收益带来至少2%的损失，而且我们能否不失时机地重新进行长期投资也成了问题。我确信多年依赖满意的利息收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入并不是一个机构的正确路线。不管怎么样，我直言不讳地说，总的说来，如果我们运气稍好一点，经营得更好一点，也许能减少2%的贬值。但考虑到世界范围的价格暴跌，即使我们在合理而实际地选择证券的同时制定远期方针，并维持利息收入，也不可能比现在的局面更好。

保险精算估价的推迟

现在我谈谈保险精算。我对于自己在通过这一方案的特别全体大会上的发言并没有需要补充之处。去年12月31日的财政状况不作为计算红利的基础，这个决定是谨慎的。且其正确性已通过市场的进展情况得到证实。股票市场的价格自12月31日以后已经大幅度提高。同时，我们协会的成员可以感到欣慰的是，把今年最新的升值计算在内，我们的结转和交易利润足以抵消所有亏损，而无需对我们公布迄今的市场估价基准做任何修改。

我们和其他两家人寿保险公司是仅有的近年来进行年估价的非生产性公司。对我们没做年估价，至少暂时不做的做法，一些抱有传统观点的人理所当然地认为我们恢复了先辈们的聪明传统。然而在我看来，事情的根本原因不在于此。其根源对于所有的保险公司来说都是十分重要的，需要全面地讨论。传统的刻板的估价和红利分发方式几乎与条件的变化无关，而新的估价方式则极易受到条件变化的影响，困难之处在于如何将这两种方式结合起来。

保险精算方式

随着时间的推移，保险精算的基准已经显得非常陈旧了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个保险精算师对死亡率的估算并不是以他及他的同行们所经历实际情况为依据的。他的支出准备也与实际发生的程度不符。最重要的，对于我目前的观点，最主要的是——利率是臆断的，它与公司计算收入所用利率大相径庭，而且与实际利率也不存在一种稳定的关系。除了这些主要的条款外，每一个精算师在计算中使用五花八门的小附加条款，而产生的误差都出现在资本负债表的贷方，即与资产相比，虚增了负债。当然，这就使估价成为了一种虚假的竞争。最可嘉的是那些拿与实际情况相去甚远的假设进行估算，不顾客观情况变化，刻板地坚持用传统方法估算的精算师们。登峰造极的是，红利的估算也有同样的倾向（虽然这种倾向正在减弱），即不管利率的升与降，不管环境条件的改变一成不变地计算红利。

很明显，对投保人与保险公司订立终身合同时，合同产生的保障不仅是表面文章，而是事关投保人的生活需要。对那些发挥他们为其存在的功能的保险公司而言，以上一些传统的习惯和常规有很大的优点。因为它们能促使人经营更小心，并促使人们在公司的收益尚未经过时间的考验时谨慎陈述。但如在实际计算时在资产负债表上两侧采用完全不同的计算方法，并不会对这些目标产生稳定的经常性的影响。负债侧重于用传统的方法计算而实际的财产估价用另外的方法，会使得账目极易产生误解。意识到这一点的保险精算师可能有时更倾向固守传统估算方法，因为既然这种资产没有相应的市场价格可比，所以没有必要随着股票市场的风吹草动改变他们的账面价值。当然，抵押是这种方式的典型，它也包括除证券交易所股票外的大多数投资方式。但用公正的眼光看，没有市场价格不应成为一项投资的突出优点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对目前流行方法的不合逻辑的结果的最好例证，就是利率调整时就假设岁入账户上表现出资本的变化。利率下降实际上缩小了实际利率和假设的传统利率之间的差额，即减弱了估价的基准。但是在正常条件下，利率的降低通常伴随着固定利息证券的升值，这就会增加结转，使表面看起来资本更雄厚了。另一方面，利率的上升会产生相反的影响，它提高了估价基准，减少了结转，表面看起来资本减少了。对于这个难题我目前还没法给一个解决的方法，但我希望保险界时刻关注这一点。

"世界最繁荣的国家"

过去我在这样的会议上常常斗胆发表一些对于经济形势的总的看法。今年我发现自己在考虑这个国家的形势时的谨慎乐观与放眼世界时的无助悲观之间的不安徘徊。毫无疑问，英国是世界上最繁荣的国家，而且在我看来这里的趋势也似乎正在朝着正确的方向迈进。当然也不尽然。美国终于采取措施平息金融恐慌，这一点令人宽慰。但距离工业繁荣还有长远的一步。正如我在其他场合所言，现在与一年前的问题突出的不同之处，在于金融危机加剧了工业危机。

金融危机

当今，不可或缺的一个措施就是缓解金融危机。除非是中欧恶劣的形势使局势进一步恶化，人们有理由期望我们现在已经向好的方向迈出了第一步。但在我看来，从缓解金融危机步入到缓解工业危机的过程中必然出现一个低息货币阶段。一旦我们再次习惯于新的环境并能把握住局势重获国际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的主动权，我们期望能有勇气缓解国际信贷，大胆贷款，大胆开拓市场。这将是一条最安全的路线。战前金本位制之所以能发挥作用，是因为它实际上就是英镑本位制。去年9月，当黄金与英镑分离后，黄金至少暂时成了流通货币。确实我们被迫暂时让出了国际金融市场的领导地位，但这一席位至今依然无人接手。我相信如果我们鼓足勇气，我们将会很快强大起来并能再次回到原先的领导地位，享有更高的权威。因为我们不仅继承了过去的成就，而且还克服了当今的困难。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

(1933年3月1日)

先生们：

现在提请通过年度报告和财务报表的任务落在了我肩上。与前几年相比，1932年的新业务量减少达536806英镑之多。我们负责新业务的部门在过去的一年任务艰巨，因为除各种异常的条件外，毫无疑问推迟年度评估和分发红利对新业务的进展产生了影响。但今天我充满了希望，困难的局面应该是到了终点。我认为，我即将公布的财务状况是自我任协会主席以来最令人满意的。

关于新业务方面，请大家注意年度报告中去年开始实施的几项新保险计划，特别是我们与一个资深建筑协会共同提出的关于建筑财产抵押的计划。这一计划把保护人寿保险的利益与建筑协会提供的设施结合了起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资业务进展顺利

可能大家还记得，我在去年的讲话中公布的我们投资遭受的贬值和变现损失，相当于股票交易所证券的15.8%，总资产的11.8%。然而，我当时也充满信心地认为这只是暂时的。同时我也建议由于一时情况不明，对市场反应的明智做法是待市场更明朗以后再作年度估价。随后发生的一系列事件已经证明了这种做法的预见性。

去年我们不仅弥补了1931年的所有贬值和亏损，且两年合计共获33527英镑可分配的利润余额。1932年获得的升值和变现利润不少于642541英镑，是股票交易所证券使用的平均资金的18.3%，平均总资产的14.1%。也许说一下大家会感兴趣，那就是我们的固定利息证券和普通股都有相当平稳的升值，前者为17.6%，后者为22.8%。

对1931和1932年的资产负债表的资产一栏的比较会受到以下事实的影响，即：1931年的统计数字是根据1930年12月31日的市场价格计算的。在这个基础上的主要变化有：英国政府证券的资本投资额从985000英镑提高到了1329000英镑；外国政府证券从219000英镑继续降低到了一个极小的数字，即45000英镑；我们普通股从747000英镑降到了679000英镑，大约为资产的12%。我们的英国政府证券投资的比例大大高于正常情况下的合理投资比例。我们建议在适当的时机减少这方面的投资。

我已经习惯于在宣布我们战后利息和资本收益的平均赢利时，先扣除所有贬值和变现亏损。过去的12年的这个数字计算出来是所得税税后5.65%，其中的利息收入是我们支付大额红利的主要资金来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所得利率

关于本年度交易的各项利润、纯利润从1931年的每100英镑4英镑9先令11便士，降低到1931年的每100英镑4英镑5先令8便士。由于年初资金是按1930年12月31日平均资金的总数计算的，因此，1932年的利息收入大致反映了固定利息证券的目前水平。虽然，总的利率进一步下降自然影响到我们1933年的利息收入。另一方面，当我们能把我们的巨额英国政府证券再投资于收益较高的证券时，这些政府证券就成了我们未来收益的潜在来源。

我还要说一下，我们每年按市场价格公布股票交易所证券估价的做法，在账面上对我们的利息收入情况产生影响。由于我们这一做法全面反映市场情况，所以在价格上升期间，与有些公司作比较的时候，我们可能处于劣势。其原因在于，这些公司将资本升值单独设立投资储备金，或酌情将这些升值留下当作不公开的准备金。不过维持令人满意的利息收入是今后几年内人寿保险公司管理人员面临的最艰巨的任务。从公共政策来看人们期望看到目前的利率进一步下降。因为扣除了所得税后，目前的利率仍高于战前的水平，这在目前的条件下显得过高了。但利率下降，就给相当依赖复利收入的人寿保险公司出了一道难题。这一道难题将会对保险费率和红利利率之间的关系造成影响。

我可以说，董事会在过去一段时间以来充分注意到了这些问题，并已经尽其所能地保护协会免受风险。我在两年前的年会报告上说过："我将大胆预言利率即将步入大幅度下降的轨道"。去年我指出，也许出售长期证券可以帮我们避免一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些贬值，并可以用来表现一种表面的谨慎。但是我们能否抓住适当的时机重新进行长期投资，就成了问题。有时，为避免市场表面的暂时贬值采取的一些做法，从长远来看，恰恰与谨慎背道而驰。我们去年的投资收益主要是我们信念坚定的成果。

可观的死亡率利润

1932 年，我们的死亡率利润相当可观，相当于上年度的两倍多，形势相当有利。而且死亡索赔款为149，311英镑，是1926 年以来的最低数字。费用支出和佣金支出都显得甚为节俭。虽然佣金支出的减少与新业务量的减少有关。其成果可以从费用支出占保险金收入的比例中看出来。1932 年这一比例从 1931 年的 13.7%降到了 12.7%。

按以前相同的基准，将死亡率利润及其他各个项目进行总体结算，我们在 1931—1932 年的交易利润，如下表所示：

死亡率等杂项净利润	124877英镑
利息收入(自平均资本利息超过 3%的部分，不包括结转)	136764英镑
利息收入(自上年结转赢余)	18076英镑
合计	279717英镑

考虑到这些投资收益，董事会已经感到，大家肯定会希望他们进行去年所推迟的市场估价和分红。但认为市场前景已经明朗，或假设我们确实已逃离了金融和经济市场的大波动期的想法都是愚蠢的。然而不论对过去两年实际收益的考验是多么的严峻，我们已经赢得了利润，就应当分发给大家。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果一个董事会企图留出准备金，以预防来自整个世界，并非来自公司的不稳定和不可预见的偶发事件，那么它将永远无法分发红利。

红利储备金估价

情况是这样的，我们的保险精算师已经急切地考虑了这个问题，是否已经到了这样的时刻，即放弃我们运用了多年的、陈旧的且在目前容易令人产生误解的传统估价方式，而采用已经有少量公司所采用的、更科学的、被称为“红利储备估价”的新估价方法。我们不仅接受精算师的建议，进行了这一改变，而且结果令人满意。因为这种新方法的创始人，库兹先生，现在是普鲁威顿特互助协会的经理及保险精算师，过去是我们公司的职员。

新方法的技术细节，在大家手中的保险精算报告中有详尽的解释。大家将会看到，虽然新方法与旧方法所需要的储备金差别不大，但是要求更严格。新方法要求我们从利润里多划出 2 万英镑作为储备金。

新旧方法的不同之处

如果要我大胆总结一下新旧方法的主要区别的话，作为一名外行，我的观点如下：

一家人寿保险公司的负债，是以保险的金额与已宣布分红之和的现值超出将来应付保险金现值超出额为基准的。“现值”是根据某种可能会，也可能不会实现的假设作为基础计算的。在这样的基础上的计算就留出了很大的余地，以备在紧急情况下应付可能出现的偏差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当一家人寿保险公司为计算目前可用于分红的赢余，而对负债进行估价时，它绝对不能过于依赖留有余地。因为如果以此作为基础分发红利的话，这笔钱将会被用光，这项备抵也将不复存在。因此保险精算师必须发明一种方法来划分不可分发的赢余及它以外的可立即用来分红的余额。这种过去采用得最广泛的方法保证这笔余额不能分发，只能用于紧急情况的备用。而这种计算余额的方法是根据一种假设。用这一假设计算的利率、死亡率等，与实际情况相距甚远，因而有诸多弊端。

结果，即使是一名专家，用这种方法也很难估算出净备抵额。为此，保险精算师中相当普遍的做法是，同时使用一种附加的估算方法来作为计算导向。这种附加的估算方法是以一种虽然保守，然而与事实有合理而密切的关系的假设为基础的。于是，建立这样一种为应付未来意外变化的红利专项储备金，并在无法预见的情况出现时，每年储备这笔余额。这种被恰如其分地称为“红利储备估价”的方法提供了一种科学的计算方法，以准确地反映一个公司所进行的备抵的实际情况。如果估算所依据的假设能实现的话，我们公司每年的备抵为相当于全额人寿保险单的年利的每 100 英镑 30 先令，低保费保单为 15 先令。

一种适应性更强的方法

我说过，与现实相比，有关未来利息率、死亡率及支出的假定是保守的。事实证明，我们现在可以断言，1931 和 1932 年的保险红利不是每年 30 先令，而分别为终身人寿保险红利 42 先令 6 便士和养老保险红利 37 先令 6 便士。这些红利从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们按目前情况所挣得的收入中支出足足有余。可以肯定的是它不必以当年的死亡率收入、费用支出余额及资本增值款项中支出。我们的保险精算师感到颇为满意。因为除非是世界和全国的金融环境中发生净利率暴跌，或其他突发恶性事件，从而影响到所有类似机构，今后这种状况将能维持下去。而且如果发生重大变化，并且这种变化延续一段时期的话，我们的新估价方法也将比以前的老方法更能适应新的情况。

我可以说，如果能像我们所希望的那样保持目前公布的保险红利，那么，与那些将在几年中到期的保单相比，对投保人将会更加有利。

董事会对我们现在是否应回到每年进行估价和分配的老路上去已考虑再三。虽然总的来说，我们更倾向老路。但是，保险精算师报告认为目前时机还不成熟。虽然我们无法确定，我们能否排除证券价值的暴涨暴跌以及临时性波动的影响，但我们相信，对证券的准确市场价值在短期内不过分担忧将有助于贯彻我们稳健的投资战略。我们仍会一如既往地（尽管很少有其他保险公司遵循这项方针）在年会上向大家报告年终证券市场价值状况。

马科斯先生的退休

1928 年 G.H. 莱克尼尔先生接替了马科斯先生保险精算师的工作的同时出任总裁职务。我很高兴地告诉大家，虽然马科斯先生不再担任协会总裁，但他仍是董事会成员。马科斯先生曾担任协会总裁达 40 年之久。今天的国民互助人寿保险协会主要是他的创造。他实在是我们的第二奠基人。在今天的会议行将结束之时，我请求大家同意将这幅包含董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事会全体成员敬意的，由兰博先生绘制的马科斯先生的画像挂在这间房里。马科斯先生曾将他全部的聪明才智贡献给了我们协会、协会的工作及协会所有成员。马科斯先生是一位伟大的教育者。这个国家的其他人寿保险公司的员工也会证明，作为一位睿智的革新者和开拓者，他受到了人们的爱戴。他将带着我们充满爱意的最美好的祝愿离开他的工作岗位。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

(1934年2月21日)

先生们：

我们新业务的收入为700935英镑，比上一年增加了30%，这实现了一年前我在年会上表达的希望，即对我们有不利影响的外部因素已经消失。这一年的业务进展在协会各级保险机构中均很顺利。董事会新的计划受到了大力支持，这特别要归功于我们在一年半以前与勃恩莱(Burnley)建筑协会协力提出的房屋购买计划。

另一项个人收入险种采用去年刚推行的免征所得税分期付款的方式，效果也令人满意。

我可以说，如果我们注意鼓励偿债基金保险和短期养老保险，特别是一次付清型，我们的新业务就可能会增长。然而，我们认为，我们准备办理的这些业务应按固定条款办理较为合理——部分的原因是考虑到未来的利率，关于这个问题我马上会谈到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于赔偿款项与支出

死亡索赔高于异常低的1932年，但低于1930和1931年。当然，到期索赔的增加是业务量增加的必然结果。我很高兴地说，在这一年里，退保数量大幅度下降——退保金额比过去两年中的任何一年都少将近一半，这是情况好转的迹象。因为这些数字现在又返回到正常年代里人们所期望的那样了。尽管支出比率稍有上升，但我们的实际支出却表现为减少，这仅仅反映了保险金收入中一次性付清保单比去年少。

正如我去年所谈到的，为分发红利所作的年终估价，无论如何要以现在起两年，而不是一年进行一次。然而，为协会内部了解情况所需，我们进行了估价。这次估价表明，交易利润，不包括证券增值，支付红利绰绰有余。因此，董事会毫不犹豫地宣布根据本年度索赔业务的进展分发一次与过去相等的全利率红利。

投资的估价

尽管我们不再每年公布保险精算师的估价，但我们仍保持多年以来的惯例，即每年仍需揭示股票交易所证券和其他投资资产按现时估价情况。我可以报告一个令人满意的结果。1933年的增值余额是363963英镑，相当于总平均资金的6.6%，股票交易所证券的8.3%。这一结果比固定利息证券和普通股这两项略好。这两次资金总平均额增值的比例分别是5.9%和23.6%。1932年，我们增值中的大部分来自于英国政府证券。在过去的一年里，比较而言，从英国政府债券中获得的增值相对较少，而更多的增值主要来自于其他品种。

将两年的情况加起来看，总增值额达100多万英镑。这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数额在我们总资产中占相当大的比例，相当于我们平均持有股票交易所证券的 25%还要多。考虑到财务状况有实质性的改善，董事会认为应当从积累的剩余资产中取出一部分作为备抵资金。我们已经从人寿保险资金中划出250000英镑作为储备金。如果情况允许，董事会目前仍打算不断增加这部分资金。在创建分立的储备金，不再在结转中显示我们的全部赢余时，董事会已受到一些以体现现时交易业务为初衷的，即在营业账号上的资本价值中包括大的暂时性波动的不良影响。因而，我们认为，在资本价格波动与我们目标利润之间设置一项作为缓冲储备是大有用处的。

我们以前的习惯导致了一些误会。因为许多其他的营业所在他们计算收益时都没有显示资本价格的波动。现在采用的方法允许董事会每年继续公布波动的数值，我还想说明一句，董事会可以任意将这笔资金用于任何对协会有好处的项目。例如，对付未来的投资价格的波动，加强估价基准或其他任何目的。

利息收入

在过去的 13 年中，将利息和资本利润加起来的所得税税后平均年收益率为 6%。然而，我们现在的投资所能获得的净利率却远低于此。在过去的这一年，它已经从每 100 英镑 4 英镑 5 先令 8 便士降到每 100 英镑 4 英镑 1 先令 10 便士。如果我们以扣除了储备金后的人寿保险资金来计算利息，所得的百分比则是每 100 英镑 4 英镑 3 先令 9 便士。这个数字与其他公司公布的数字更有可比性。

其他的公司中很少有像我们这样根据市场价格调整相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产价值的记录。新投入现金所能赢得的净利率下降到了仅仅略高于4%的水平。这引起了所有的投资机构，而不仅仅是保险公司的种种重要的怀疑。我想抓住这个机会细细考虑一下目前这种现象所呈现出来的普遍性问题。

1932年，英国政府长期证券基准从5%降到了3.5%。这很大程度上是：英格兰银行采取的关于战争贷款转换的措施造成的结果。措施包括了大规模的公开市场运作。这项措施使得伦敦结算银行资产上升了2.46亿英镑，其中1.76亿英镑用于购买英国政府债券。

在以政府证券为标志的年代，价格方面只增长了2%。而固定利息证券的价格则与政府证券接近，在某种程度上还略高。尽管银行的投资增长了9300万英镑，英格兰银行已不再提供其他资金来源，而是通过缩小自身其他资产提供资金。国库券的平均利率不到1%。有一年多的时间，长期政府证券利率与货币市场借款利率之间一直有差异。这种不正常的和不协调的关系说明，市场对长期债券能不能维持现有的价格表示严重怀疑。

两种观点

人们可能持有两种观点。对持有长期证券怀有恐惧心理的人指出，价格的上升主要是由于银行的购买。他们还认为，过去的经验所带来的影响是，随着贸易的复苏，银行已经习惯于出售他们的证券作为增加工业投资垫支的途径。而这也是事实。这些人相信历史会重演，当工业投资确实增加时，长期政府证券的价格将会下降。虽然肯定这次情况可能会不同以往尚为时太早。但是我还是想阐述一下我这方面的见解，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后再谈谈自己关于长期利率必然下降的看法。

在战前的日子，银行系统的财富与英格兰银行的黄金储备的关系是密不可分的。公开市场的运作并不重要。而且一般说来，清算银行的资产随英国银行黄金的进出而增减。而今，国家在贸易繁荣时扩大借贷，贸易萧条时缩减，借贷的速度加快，甚至有些失衡。它对黄金运动的影响在繁荣期阻碍了银行资本的增长，而有时在经济衰退时资产却存在很强的增长趋势。因而毫不奇怪，随着贸易趋向繁荣，银行除了为企业出售投资证券外，在发展工业方面实际上起不到什么作用。这就是贸易复苏时长期债券将会下跌这个预言的历史根源。

银行资本

然而，今天的事情没有必要沿着这个方向发展。至少，银行的资本对于英格兰银行购买的债券的数量变化的依赖程度，与对银行黄金库存上的变化相同。因而，近来英格兰采用的管理技术将调节清算银行的资本以适应贸易和就业的需要的控制权纳入自己的权限。我们不再任凭盲目的错误的力量摆布。这些力量在战前的日子里曾经是一种保护，但一旦我们开始向经济繁荣和充分就业发展，就会产生一些因素，使我们很快重新跌入刚刚爬出来的深渊之中。

在目前的环境下，英格兰银行必须提供的信用基准的增长可能最终被证明是适度的。首先，清算银行一部分现有的垫支款是冻结而不是活跃信用。所以，满足目前信贷增长只能靠旧垫支的还款。同时，英国的一部分大企业现在对于从银行借款的依赖已经不如小公司。但是，除此之外，英格兰银行资金增长大约为2000万英镑。这能够使清算银行的总垫支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款增长25%，足以满足所有的需求，除非是工资和其他成本大幅度上升。

所以非常清楚，没有必要为复兴贸易而破坏金边市场。除非当局想要这样做。我再次回到我刚才提到的基本原因，即为什么实际上当局的希望与此恰恰相反。

金边债券的收益

我们有充分的证据表明，虽然当前长期金边债券的利益已降低至3.5%，但仍然远远高于平均水平。这个所谓的平均水平意味着对所有资本来说都是合适的。人们常常忘记3.5%已是大大超过主宰英国40年的长期债券的平均受益，甚至还超过自1835—1914年80年的3%的平均收益。

如果我们考虑平均利率而不是当今市场利率的话，我们就不会支持那种说法，即今天的投资者需交所得税。因为借方可以承受的利率取决于资本收益的长期积累，它不因为向借方征税而增长。然而，在19世纪，当充分就业时，社会储蓄仍远远低于今天。而由于人口增长和海外市场的开放，使得投资赢利的机会大为增加。

投资领域的减少

由于过去投资的不幸结果与新投资机会的减少，包括安全可靠而有利可图的海外投资机会，英国和美国如果想充分利用他们的资源的话，将很难找到能使如此之多的资金投资到收益近3.5%的领域。在实际情况发生前，没有人能够预见利率下降到哪一点才会达到它的均衡水平。但是长期金边

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的平均利率极可能低于2.5%，而且可能会低得很多。在复苏的前期，这时流动资本正在积累，许多更新和进步层出不穷。但随着复苏持续得越长，投资长期证券利率就越会下降。经济正处于复苏期时，英格兰银行将迫使清算银行大量出售，否则就会削弱长期贷款市场。这样一来衰退必然跟随复苏而来，正如黑夜跟随白天而来一样。

利率下降的趋势

在预测未来时，我们为什么要把这种灾难的观点归到我们的金融当局身上呢？没有一家机构会比财政部对降低利率更感兴趣。我认为目前利率水平与战争时期的异常利率水平的差距越大，大家就越清楚要保持经济繁荣，就必须使利率合理地降低。并且不要高于19世纪的水平。逐渐降低利率是没有危害的。对于我们正进入的新世纪，必须向稳定地降低利率的方向发展。在过去三年的每一年中，我都曾向你们大胆地预言利率下降。今天，我依然确信，距离旅行的终点我们还有一段路。事情将会继续朝着我三年前所预言的方向发展。

董事会的保守政策

花费这么长时间探讨总的形势，希望大家没有感到厌倦。但是，我简直无须强调，研讨这些问题对于人寿保险公司的管理人员是多么重要。因为我们的业务包含长期合同，它的完成取决于我们的收益不少于一定的假设利率。我还要补充一点，无论结果如何，保险公司应采取可能的措施在利率稳定下降时保护自己的地位。人寿保险公司毫无置疑地是倾向于一种保守的观点。这也是我们董事会的方针。而如果我的预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是正确的话，虽然我们难以避免许多困难，但大家可以确信，我们会尽最大的努力保护我们自己。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

(1935年2月20日)

先生们：

你们手中的报告显示了，在扣除再保险之后，新的业务量是839273英镑。它大大高于1933年的水平，并恢复到大约五年前的水准。新保险单的数量和保险金额同步增长。协会的各项业务都进展顺利，利率的降低起到了推动年金保险业务的作用。尽管我们发现在两种情况下用以授约的条款应当加以强化，用于支付年金的补偿金从1933年的26410英镑增长到本年度的45287英镑。我们还发现，一次性保金偿债基金保单和短期养老保险的条款可能无利可图，因而必须适当减少这方面业务。

今年我们保险的死亡率已经证明很有利。由死亡引起的索赔的总的支付金额为135087英镑，比1926年以来的任何一年都低。尽管这个时期未偿付的保险单的数量在增加，保险死亡的赢利比我们习惯的情况已经有了大量的增加。我们支出率的略微增长主要是由于新业务量的增长。

投资资金的升值

1934年，我们投资基金的增值是532351英镑，为总平均资金的8.7%，证券交易所证券的10.5%。而1933年的数字

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为363963英镑。这样，两年来我们协会这方面的赢利共计约900,000英镑，相当于总平均资金的16%。这一年我们投资的主要变化是将一部分协会持有的英国政府证券转移到"英国公共委员会"，并且大幅度减少我们本就相对较少的外国政府债券。

净利率从总平均基金的每100英镑4英镑1先令10便士进一步降低，到年底还将更低。然而，这项减少完全是由于我们债券的增值。我们净利息收入总计约16000英镑，净利息与平均保险基金的百分比，从每100英镑4英镑3先令9便士上升到4英镑5先令5便士。后一个数字与其他公司显示的数字更具可比性。因为这些公司不像我们这样按市场价格估算财产价值。由前些年我们给出的数字可以注意到，在过去14年中，利息和资本收益的平均百分比在扣除所得税后每年是6.63%。

估价结果

如大家所知，这是评估我们一年的资产、负债和宣布红利的时候。我刚刚列举的各种因素使我们处于有利的位置。自从上一次估价后的两年来，我们的交易积累的资产大于负债。按从前同样的基础进行计算，总数达1456899英镑，或说是大于我们负债的25%。董事会认为，投资增值的一部分，即896314英镑，应该以各种方式全部用于巩固我们的地位。因此，我们通过介绍新的保险精算死亡率表，用123100英镑来增强我们的保险精算储备；600000英镑转账到一般性储备，150000英镑转账到投资储备，并且余额已经加到结转上。包括最后两项款，我们应该结转到下一个评估周期的总赢余将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到1028947英镑，超过了我们保险精算储备要求的19%。

我们认为，保留总额中最大的部分作为一般性储备和结转，两者都可用于任何目的。这样好于规定出具体用途。因为我们不能确定在哪一方面会因出现紧急情况而需要储备金。如果利率朝相反的方向运动，我们投资的已有增值部分难免遭受损失。从另一方面看，如果利率继续降低，我们可以积累的投保人支付的本期和预期的保险金将低于我们已经计入的数字。结果是我们会不得不将一大笔钱划入保险精算储备。

降低利率的影响

人寿保险公司由于利率的降低、现有资金的增值而获利。但是如果像大多数的公司那样，就其现有契约而言，由于未来保险金累积利率降低，总资本稳固增长，则降低利率时就会遭受损失。

目前实际利率和计算保险储备假设利率之间的差额正在减小，这就会产生一种现象，即通过将过去隐藏的资金转入公开储备金而虚夸目前财务状况。重要的是我们的成员应当了解过去两年中我们就是这样做的。我们的赢余资金表面增长的很大一部分——虽然不是全部——不过是纸上的增长而已。

不过，董事会感到资金状况非常完好。如果不从当前的交易利润中分红给大家似乎不合理。我们的红利分配除按相当于1932年的分配规模以外，还有一份附加红利，这样合起来各级别保单的总的复利红利为历史上最高额，即终身保单和附全利养老保单分别为全利润每100英镑52先令6便士

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和每100英镑45先令，低保费保单为折合利润17先令6便士。低死亡率在很大程度上使这次分配红利成为可行，而投保人决不能指望我们有能力再来一次类似的分配。

相互冲突的力量

一年以前我曾谈到长期利息率会进一步下降的原因。从那以后，偿还期为25年的政府债券的收益降到了大大低于2.5%的水平，当时在我看来现在的远期债券和非固定日期偿还的债券的收益降到3%以下也是可能的。然而，目前我认为我们现在处在两种强烈的相互冲突的力量中，前途极不明朗。

一方面，有证据表明，要保持国家的繁荣和改善就业状况，仍然需要一种比我们曾乐于接受的利率还要低的利息率水平。到目前为止，下降的利率对新的企业起了极大的促进作用。在低利率的影响下，新的存款的大规模投资机会的出现相对较少，这点使人很失望。当然我们绝不能低估作为社会的重要部分的新的建筑和新电力发展。他们虽然对利率相当敏感，然而却大踏步地迈向了繁荣与兴旺。因而，我仍坚持这个观点，即为了我们经济的繁荣，利息率要降低到我们过去所知道的水平以下，然而目前利率虽已降低，但仍不低于战前普遍利率水平。

但是另一方面，立刻大规模降低利率存在着严重障碍。英国的利息率已经降得比它管辖的其他地方低很多了。目前由于对国外经济状况的极端不信任，国内的利率得到了保护。我们必须期待其他地区将利率降低到与我们自己正常的利率水平相一致及随之而来的信任恢复。但与现存利率的差异会使得我们自己的情况有些不稳定。比这更为重要的是，英国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资机构对未来利率的态度。然而我不希望过早回到被人称为国际利率的状况。目前的长期利率在很大程度上是一种心理现象。这种现象建立在我们对未来利率的期待。在一些典型的职业投资者的心里，目前收益率不能提供丰厚的以对付形势变化的额外收益。目前的投资者对形势变化的盼望比在被认为是经济稳定期可能有的更加急切。

一项困难的工作

因而，保持足够低的利率以使其与国家繁荣和高度就业相协调，目前是越来越困难了。的确，人们可能会有些怀疑，在一个人口不再快速增长，不再大规模向国外投资的发达国家中，用正常的传统方法是否能够解决这个问题。

然而，此刻我还要建议，从当局的角度来看，最明智的途径是，巩固已取得的地位。这远胜于立即寻找一个更远的发展目标。各种英国政府债券之外的固定利率债券及类似债券还没有完全调整到与英国政府债券相近的价格，保险精算研究所计算的指数清楚地显示出：仍然存在着其他重要的利率，尤其是抵押单据的利率，建筑业协会借贷费用，银行要求支付的利率等等。这些利率都远远地落在后面。为了鼓励企业而降低利率比政府债券收益下降更为重要。

我对长期利率下调的重要性感觉和以前一样强烈，然而对维持不高于目前的利率水平是现在最迫切的需要这一点更具信心。

对财政部的建议

我提议，财政部在其力所能及的范围内对这一目标作一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个表率作用，即他们自己应表现出对未来利率下降方面的信心。他们经常得到这种建议，现在正是让投资者借贷的黄金时机，这简直就是让投资者现在接受他们今后会后悔的条款。像大多数建议一样，这种建议是基于极度不可信的假定，即未来会重复历史。但是，在任何情况下这都是一种不良建议。因为财政部的主要目标应该是在以后的长年内建立逐渐降低利率的稳定的环境。其中的一个必须的条件是创造一个合理的期望。

朝着这条路线行动下去不仅会增加信心，而且可能对财政部和纳税人均有利。因此，我将强烈要求，在将来投资和再投资的过程中，债券应该规定的偿还的固定期限，从五年后到二十五年。地方贷款尤其适合这种期限，因为由基金贷款的大部分将在已经规定的这个期间内偿还。

这项政策有多方面的可取之处。财政部的贷款价格更低廉。他们本身就对保持低利率表示信心以有助于揣测市场。他们将向那些本身进行短期借贷的机构提供一种适合于这些机构投资的证券，以改善银行系统的结构和稳定性。在目前的情况下，大部分政府证券是三个月的短期国库券，或者是50 年内没有固定偿还期的证券。这实际上是相当不健全的。

一个基本的要素

我要强调这样一个事实，即保持长期低息的方式应当是使人相信未来将继续坚持低息政策。另外，向那些不管正确与否都保持怀疑态度的人提供固定偿还期。但是，如果财政部自己执行一种暗示即目前的利率太低的政策，他们就别指望机构和公众对低利率政策抱有任何程度的信心。而这一信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心又是开拓未来的最基本要素。

说了这么多的题外话，我必须回到我们自己的事务上来了。有两个重要方面标志着这次会议是与过去有本质不同的。协会是在90年前获得我们脚下这块土地的。而我们占用的建筑较大部分是差不多80年前用区区6000英镑建造的，这不再适合现代化的需要和对有价值的地带的最好使用。因而董事会决定将其重建。预备的附加设施将会超出我们自己所需要的，且把从外面承租者得到的租金收入算在内，协会只需破费少许就能拥有更方便的设施。董事会已经委托康普贝尔·琼斯先生为设计师。他在伦敦建造写字楼方面经验丰富。

伯切尔先生和马科斯先生的退休

查尔斯·伯切尔先生和乔弗雷·马科斯先生将从董事会退休。这对我们所有人将是一个巨大的打击。他们两位都已经在协会工作了近五十年。几年前，我参与制定一项对董事年龄限制的条款的改动。我仍然认为这个改动是合适的，但是当一个人看到了这种改动在特殊的情况下实施时，看到它使人们失去两个最受爱戴的董事时，无法不觉得遗憾。一百年前，伯切尔先生的祖父和叔祖父建立了老“互助协会”。你向左或向右均可看到他们的肖像。将近四十年前，马科斯先生将“国民”与“互助”合并，而诞生了“国民互助”。在伯切尔担任董事的年代里，他的家族走入新的世纪，用正直、勤勉和智慧为协会服务。我们将非常怀念他。

如果说我们失去了作为第一代创始人代表的伯切尔先生，我们还失去了我们第二创始人马科斯先生。今天的协会主要是他缔造的。在协会如此强大的时候离开它，对于马科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯先生来说一定是非常欣慰的事。马科斯先生从来没有试图使“国民互助”成为一个规模巨大的而缺乏个性的机构。他的目标主要是用他的天才服务于他那一代人，教育那些年轻时在他手下的人成为卓越的保险精算师。他是引入新思想的倡导者，他建造了体现他自己对卓越的概念的模型——人寿保险公司。他从来不允许因追求数量和规模而偏离他的模型。

马科斯先生的一个成功的标志是，30年前将储蓄委托给他管理的投保人。在整个30年间实际挣到的红利比从任何一个其他的英格兰或苏格兰公司得到的要多。而如果他的目标在于扩大公司规模，情况也许就会有所不同。然而谨慎地选择和避免不必要的开支都在很长的时间后产生效果，这样做的伟大之处显而易见。

现在我提请通过年度报告。

在国民互助人寿保险协会年会上的讲话

(1936年2月19日)

先生们：

我们的年度报告显示出新业务量大幅度地增长，差不多为100万英镑。然而这一总量被特别大量的非人寿保险业务夸大了。首先，为了使数字看起来比较清楚，我们第一次在报告上的第一页单独列出了人寿保险业务的数量。养老保险也有大幅度增长。正如我去年所指出的，我们着手做这项工作的时候还有些犹豫。尽管我们在制定条款时对投保人不像以前那么有利，但保单还是增加了。或许开展业务中，最值得依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赖的就是年金收入保险，这项业务的增长量显得大大超过了以往多年。

死亡率情况

去年，我们死亡率方面的业务情况格外好。本年度局势逆转，使我们死亡率利润虽不致令人大失所望，但确实大大减少。国民互助人寿保险协会不是一个足够大的公司可以精确地平均计算一年内的死亡率结果。这一点也许可以作为反对过于促进年值估价的理由之一。另一方面退保一直就极少，甚至少于从1927年以来的任何一年。这可喜地表明我们投保人的经济状况得到了改善。这一年的支出率为11.5%，这个了不起的真实的低比率是由于今年大量一次性付清保险单影响的结果。尽管我们对扣除一次性付清保单的金额后的比率仍然有所降低感到满意。

投资的估价

我想，一年来我们投资方针的结果可以认为是非常令人满意的。现在不是评估时期，但通常在每年年底时都要公布我们投资的确切结果。这一结果显示出我们的资本利润为203,000英镑，相当于证券的3.5%，总资产的2.9%。一年中，金边债券略有下降。其他的固定利息股票总体上没有重要的变动。我们对在这样的一年取得这样的成果相当满意。在过去15年的平均值中，我们利息和资本利润的净收益共计为每年6.7%(所得税税后)。据我所知，这几年没有其他的投资机构曾取得过这样好的收益。

尽管寻找一项令人满意的可选择的投资不太容易，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是成功地进一步削减了我们无需大量持有的英国政府证券。另一方面，我们持有的普通股票的增加主要来自于增值。我们现在对英国工业股直接投资已大量减少，稍后我还要谈一下这个问题。我们所持有的非股票交易所资产有所增长，其中包括各种形式的不动产。它要求有极大的耐性和细心才能发现价格合理的房地产。

由于成功地保持了利率水平，我们增加了新的投资。我们总资产的净利率从每 100 英镑 3 英镑 18 先令 6 便士下降到 3 英镑 6 先令 7 便士。这完全不是由于收入大量减少。与我们的保险精算师估价时假定的 3.75％的利润相比，我们计算的负债额方面的利率收入超过了 4.5％。

中期红利

尽管红利的分配现在是两年一次而不是一年一次，但通常的内部保险精算还是照常进行。估价的结果表明，与 1934 年相比，一年来的交易利润有所减少。这似乎全是由前面提到的死亡率的利润水平下降而引起的。去年所得的交易利润足以支付一年前公布发放的正常红利。除了一部分交易余额的收入，进入本年度时还有结转279000英镑，去年资本利润203000英镑，及备用基金总数为750000英镑。虽然本年度还有一笔红利应该发放，董事会果断决定，对今年到期的保单按过去的全利率支付中期红利。

长期利率

两年前，我提出了长期利率进一步下降的一些理由。去年我对此变得更加不确定，因为在我看来我们正处在两种相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互冲突的力量之中，而且我推论，我们最需要的是巩固已有成果，并对维持现存的利率抱有更大程度的信心。明年的前景又如何呢？在预测未来时常见的困难是难以区分最符合公众利益的想法与最可能发生的情况之间的差别。最好的事并不总是最有可能发生。因此，让我解释一下在这种情况下，我主要考虑哪种政策最明智。

如果要保护当前相对(虽然不是绝对)令人满意的状况，我确信进一步降低长期利率是非常必要的。关于这一点，大家一定要记得，它在相当长的时间内才会起到它的全部作用。但是，很自然有人要问通过什么样的方式才能使降低长期利率发挥它的作用呢？在试图回答这个问题时，我希望先在其他几个问题上首先引起大家的关注。

利息收入

按资金总额的百分比计算，除复归储金外，净利率为每100英镑3英镑17先令1便士。与1936年的每100英镑3英镑16先令4便士相比，尽管所得税由4先令9便士升到了5先令，如果它不变，那么利息收入只比1936年降低了每100英镑1便士。我想继续提一下，在过去17年中利息和资本收益税后年平均增长为6.4%。比如，我们保险精算负债上的净利息收入是每100英镑4英镑5先令6便士，负债利息收入与假设利息收入之间的数额相去甚远。

资产负债表清楚地显示了一年来我们资产处置的变化。一年来，信用债券超常增加，而优先股和普通股大量减少。这部分是由于贬值，部分是由于董事会的方针，即在价格看来昂贵的时候减少协会英国工业股的持有量。目前所售出的普通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票在英国工业股票中相对而言只是很小的一部分，其中还包括相当大的一部分虽然名义上是普通股但实质上是半固定利息股。例如保险股、天然气、水和电力与其他股票。如果仔细检查数字的话，就会发现，我们一年内收入高于支出的投资是那些非股票交易所证券，例如抵押、公共利率贷款和经过仔细选择的不动产等等。这是与董事会关于提高这种投资的比例的方针相一致的。

投资估价

至于投资估价，恐怕对于所有的投资机构来说都是令人汗颜的一年，我们也没有逃脱厄运。这一年中有一点很显著，那就是所有种类的品种都大幅度下跌。然而我们公司的优势是有大量的已变现并已储备的账面利润。这一年的下跌将前些年不稳定的升值损失了不到一半，但仍给我们留下大笔赢余和结转。更确切地说，年度估价的贬值为资产的 8.5%，仍保留前 4 年升值的 10%。这一年中，即使是最谨慎的投资者，命运也是艰难的。当我们进行以下计算时，这一点就不言自明了。假设我们在 1935 年年初将所有资本投资于战争贷款，我们的损失为 60%；而旧统一公债的实际贬值将近 20%；同期工业信用债券的保险统计指数下降了 40%；工业优先股票的保险统计指数也下降了 4%。然而，我们自己这一时期的贬值只有 1.73%。

为购买黄金融资

我已经谈到了，去年金边债券和其他品种遭受同样的厄运。金边债券市场在前三个季度的下跌尤为显著。通常被认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为是由于政府的军备调整计划与贸易预付款增长的影响。但我想主要通过探讨另外一个几乎完全被忽略了的因素来解释市场的下跌。

这一年被大家忽视的因素就是去年用外汇平准基金来融资购买黄金的特殊方式。《伦敦和剑桥经济学报》1月刊中曾提到这一点。下面所列的数字要归功于F.M. 培石先生，学报的秘书。他曾对外汇平准基金进行过专门的研究。在那些黄金价格波动剧烈的日子里，与平准基金政策相比，英国银行的政策确实对于信用和偿债能力影响甚微。而在几个月前我们还对市场化资金政策一无所知。事情的要领在于，在1937年的前3个季度里，平准基金买入了19000万英镑的黄金。如何付款呢？出售国库券可能会被看作是“正常”的办法，但是这个方案没有被采用。实际上已上市的证券在去年的前9个月内就下跌了36100万英镑。那时候国库岁入赢余偿还这笔贷款当然也非怪事，然而在经过了整个军备重整支出期后，获得这笔收入就实属难得了。实际上这笔赢余达48000万英镑，扣除国库券付款外，实际余额为12000万英镑。

付款方式

那么，黄金是如何付款的呢？要拟出一份准确的资产负债表相当难。但是将财政部账目上的抵消项目忽略不计，粗略说来，其结果如下：向英国银行转手黄金，利润14000万英镑；基金贷款和国防债券超过资本偿付的长期资本账户收入的2.75%，约为10400万英镑；偿付了先前投放于市场的国库券36000万英镑后，岁入盈余计约12000万英镑；似乎是来自各种政府部门的资本总计余额60000万英镑，如卫生保险基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金、就业基金等等。这些资本从平准基金接管了国库券，用当前的积累资金或用出售更长期限证券的收入来付款。

这样，用这样那样的方式，既偿付了36000万英镑的国库券，又从国内持有者手中取回大约176000万英镑，转而交到了以黄金形式向伦敦投入"游资"的外国人的手里。现在，外国及"游资"持有者只要愿意在国防债券和其他证券投资，或者在伦敦股票交易所购买证券，那就万事大吉了。这个循环就可以完成了。财政部想用国防债券换黄金，但又不愿影响国内信贷形势，这实际上是不可能的。

流动的"游资"

大部分的"游资"将以银行存款、国库券等形式保持流动状态。而以银行存款和国库券形式出现的总的市场流动资产的供给并没有增加，外国人的流动资产来自出售给平准基金的黄金，而得到的流动资金 19000 万英镑几乎全部来自国内市场。国际市场的流动资产总额减少了 1 亿至 1.5 亿英镑，似乎是合情合理的。这样，金边证券和其他市场就不得不大幅度地降价以吸引国内投资者。那些曾倾心于流动资金的人，现在则放弃流动资金而转向流动性不大的资金。这个数目之大以至于金边债券没有下跌得更多，这也是出人意料了。这一定是这一年来信用市场的一个最重要的因素。对于财政部来说，这似乎不过是一种极方便的使政府部门的资金流动性更强的办法，暗藏的平准基金交易掩盖了事实，即这项交易是以牺牲国内信用市场的供给为代价的。但与在需要之前先借贷的办法连在一起，这些资金在被隐藏起来的同时，就在金边证券市场上不可避免产生了引人注目的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多余的黄金

我感到以上事实引人深思。平准基金的目的是“冻结”多余的黄金流动，以避免借贷资金增长到黄金的10倍以上的通货膨胀效果。如在战前的货币制度下允许黄金买卖的话，这些多余黄金则可以增加英格兰银行的保证金。很明显，总的来说，流动资金不应由于大量的不稳定的黄金涌入而成倍增加。但是，如果根本不增加的话，假定黄金的卖方希望拥有一定比例的流动形式的收入，那么黄金的流入必定使国内信贷市场产生通货紧缩的结果；而当黄金外流时采用同样的方法，失去黄金便是国内信贷市场通货膨胀的信号。这确实是一种混乱的交易。与战前的黄金本位制时期的情形恰恰相反。如果平准基金的管理人员希望减少“游资”的潮涨潮落时国内信贷市场的影响，他们必须以恰当比例的银行存款、国库券的形式给市场提供流动资金满足“游资”持有者所增加的需求量。事实上，当国际形势和美国市场的衰退需要市场流动性更大而非更小的时候，他们已经减少了国内市场的流动资金。结果，机构或其他种类的投资者，不管他们采用什么样的政策都有一个惨淡的实际上不能解决的艰巨任务——财产的保值。

9月份以来的大事

1937年9月30日以来5个月内发生的事，尚无数据可以解释。近期金边市场的上扬即使不表明以上力量的反转作用，至少也起到了减缓的作用。这一点，我不知道我们的金融权威人士的政策，我想恐怕并不想让大家理解。也许我应当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这种攻击的不敬而道歉。但我相信“游资”正在朝几个方向在市场内“流动、再流动”，令人困惑的是如何能最好地处理它，这需要更多地加以考虑。比如，对外国存款应采用什么利率最合适？对此瓦丁顿勋爵予以了直接关注。我们应当将这些资金从国内信贷制度分离出来，用实际可行的方法，既不让它们大批流动，也不要让它们从国内持有者手中抽回资金，以保持资金流动的水平适度。

将来会怎么样？尽管失业和股票市场不景气，我仍觉得政府和银行家的断言有道理，即近期不会出现大的经济衰退。如果原来就处于这样一个时期，即在军备重整的开支到达顶峰之前，在没有从政府贷款得到任何益处，反而，正如我刚才所描述的，都被迫将大笔流动资金转移给外国难民基金之后，这确实令人惶恐。工业股票市场价格似乎暗示对官方预见的完全不信任。但这并非意味着这些价格就是以可靠的信息为依据的。

投机市场

投机市场与美国和欧洲市场紧密相联，不可能摆脱它们的影响。控制投机市场的更多的是怀疑而不是信心、是担忧而不是预见、是追忆而不是前瞻。股票交易价格水平并不意味着投资者了解市场，恰好相反，他们并不了解市场。面对着现代世界的困惑与多变，市场价值的滞后波动比人们认为的合理波动幅度要大得多。在这种情况下，人们希望保险公司作出一个稳固的好榜样。

在市场价格上升时，所有的人都向对方出售的观念对一个社会整体而言，并非是切实可行的。而且这种企图会导致

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场价格严重偏离对固有价值的合理估价，成为建设性投资的严重障碍。我们中的那些鼓吹贸易周期说法的人应对此承担一部分责任。我赞成那些权威人士的呼吁，即工商界不要对衰退过于敏感。我们所需要的恰恰相反，那些权威人士应对经济萧条更敏感些。如果我们感到他们睡觉不那么安稳时我们会睡得更踏实。

向政府呼吁

在现在社会中避免经济大衰退，其难度已是登峰造极。这一点无需夸张。它需要所有的知识、所有的准备、所有的警惕、所有的技巧、所有的技术和所有的公众精神。我向政府提出强烈呼吁，抓住机会让公众了解基本事实和基本数据，因为这些事实和数据本身可以使人们了解经济规律并通过结果区别理论的真伪。一个伟大的政策是得失攸关的。我们被迫在极其不利的条件下保卫经济生活的自由。我们不得不向世人展示自由的制度可以产生效果。倾向于计划和管理并不意味着偏离自由的道德原则，而这种自由本可以蕴合在一种更简单的制度里。相反，我们现在已知道，经济生活的自由与更深层次自由密不可分，即个人自由、思想自由和信仰自由。

这是凯恩斯向协会作的最后一次讲话。他在 1938 年末辞职。但是，凯恩斯以协会主席的身份还写有一篇短文。

1936 年国民互助人寿保险协会发行了一本有关协会办公地点的历史的一本书，部分资料是 1935—1936 年间楼房改建时搜集的。凯恩斯为此书撰写前言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

十年的时间对于一家人寿保险公司来说显得比任何其他行业都更短。人寿保险协会不会再生也极少消逝。人寿保险的契约与人类的生命同在。人寿保险协会是百岁老人，也希望他们的投保人健康长寿。他们是树干，每年用复利增加一道年轮，而他们一旦扎下根则不轻易更换地址。

因而协会和他们的精算点应着眼百年甚至千年大计。在这篇轻松的文章里，莱克尼尔先生考察了我正在修建的地下室的泥土，并根据其调查结果判断这片土地是否能够在将来许多的财源滚滚的日子里支撑住我们。我们的居住时间似乎已较凯撒大帝以来的任何住户都长久。现在，1936 年，我们在这里建起了一座纪念碑。透过纪念碑四角的窗子我们可以眺望几个世纪的远景，看到万能的英格兰银行。

1924 年 5 月，《国民》杂志发行了一期保险增刊，凯恩斯发表了一篇关于投资方针的署名文章和一篇有关红利的未署名文章。

保险公司的投资方针

近一两年来，大家对于人寿保险公司的投资方针问题展开了广泛的讨论，所讨论的问题是注重结果多于新观点。自从一战以来如何进行明智的投资，一直是个新的问题。寿险业已在摸索建立适合新条件的新的投资原则。

战前的投资领域是什么呢？除不动产、复归储金、保单垫付等外，主要投资种类为(1) 抵押；(2) 限制性的选择托管人证券，其中统一公债是主要的英国政府证券；(3) 美元证券；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(4) 较优质的外国政府和铁路债券。如果公司想要保持满意的平均利息收入水平，而且主要投资第一、二类证券的话，那么不同种类投资的比例就不会有太大的变化余地。同时，在每一类的投资中买卖不同证券的益处也受到限制。但有些公司发现很难保持满意的利息收入，这有时会诱使它们将一部分资金投资于各类二级债券。这类品种的平均收益并不太高。

在一战期间，不论是机构还是个人都纷纷投资于各类当时发行的英国政府证券。许多公司几乎卖掉了他们所有的美金证券。因此战争结束时，很多公司拥有他们做梦也没有想到的大比例的英国政府证券。

现在，不但英国托管人证券比以前有了更大的选择范围，而且比较而言，战前的各类投资品种适用性也有了很大的改进。一级抵押证券与英国政府证券的收益率差距已经减少。美国债券与英镑证券相比，也不再在收益上占优势。所有认为外国政府债券很可靠的老观念都被打破了。政治风险因素起着远非昔日能比的重要作用。即使对一些英国托管人证券也要谨慎小心。很多在战前看似没有必要的怀疑现在都有其存在的道理。比如，正如我们最近所看到的，很少有投资者愿意大量投资印度股票，因为在某些情况下即使是殖民地股票也不可能完全安全。

因此安全问题不能单凭过去认为足够的一点粗浅的老常识来解决。明智的投资者对一切都不能轻信，并且不断地根据政治风云的变化修正自己的观点。

然而新的风险不仅仅要求投资者谨慎小心，某一类的证券的可选择的范围也给投资者提供了新的机会。即根据有关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格的经常波动，通过明智的转卖证券可以获利。总之，英国政府长期证券与短期证券之间的选择不可避免是产生了一个观念更新的问题。我想，以前在抵押证券和统一公债之间选择的原则与当今在长短期证券之间选择的原则是一致的。从根本上来说，这个问题是永远存在的。但可选择的投资范围最长期和最短期证券，与几乎所有期限介乎其间的大量的证券的适当方法是，根据自己的深思熟虑的观点作出迅捷的反应。

大多数公司总是采取某种折衷的办法，不会完全支持某一观点，不论这个观点是多么有理、多么可信。然而长短期证券的比例分配并不总是正确的，组合必须根据市场波动变化。保险公司有利用这些波动的特殊机会。因为他们很少需要被迫减少总的持有量。一个将流动资金投资于金边证券的工业公司，为了在经济活跃期融通资金，就会不可避免地经常出售证券。同样，银行也必须相应改变他们金边投资额以相应平衡给用户的预支金额。当保险公司出售证券时，它总是为了投资于其他证券，这使保险公司可以利用市场的需求波动，从而处于极其有利的地位。

这样，不管他们愿意与否，保险公司的管理必然实施一种最近被人们称为“积极的投资方针”。这个方针总体来说就是对条件的变化感觉敏锐。不幸的是，任何懈怠的方针都不能使任何人永远安全。一些人所接受的认为一个积极的投资方针比一个懈怠的投资方针承担的风险更大的观点与事实正相反。一个对自己持有的证券采取固执的态度，拒绝由于条件和环境的变化而改变自己的观点的懈怠的投资者，最终将备尝苦果。特别是现在没有人能英明地预见未来。任何固执地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为今后二十年利率一定会下降或一定会上升的人，都拿不出根据。一个明智的人一定不会对这么长的时期作出预言，他会审时度势地改变自己的观点。

同样，如果认为一种投资必然代表一种观点的见解，也是不正确的。任何投资都意味着投身于某一部分市场。长期证券持有者容易遭受由资本大幅度贬值带来的巨大损失；而短期证券持有者则容易承受比他所计算的低的利率。要同时保证资本安全和资本收入是不可能的。但认为同时依赖于两者的保险公司，可以忽略其一，则更是一个错误。在1896、1897年及大战初期这段低息资金时期，正是由于忽略了这些原则，一些公司蒙受严重资本损失，这都在年度账目上和估价结果表明了。资本贬值是人寿保险公司的大敌，且一个着眼于避免资本损失的“积极的投资方针”与资本赢利同样重要。

显然一个保险公司的理想的投资方针是尽力使自己处在这样一个地位：一方面用资金赢得可观的利率，一方面将资本价值严重贬值的风险减少到最小。然而，同样显然，对于这一方针没有金科玉律，没有不变的法则。这一方针本身说明了为什么要不断保持警惕，不断修正观点，不断对外界形势作出反应。一言而概之，一个积极的投资方针对于我们中的一些人来说是必备的，同时又是支配着很大比例国民储蓄的保险协会或公司管理中最重要的最难驾驭的核心部分。

选自《国家与科学学会》1924年5月17日

“红利”的含义

对一个正在考虑人寿保险的普通人而言，没有什么比理解神秘的“红利”更为重要的了。人寿保险的账户上大量写有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个词。然而当发现几乎没有什么人了解这个词的准确意义时，即使保险业人士也可能会感到震惊。或许我们可以帮助大家拨开这片迷雾。

正如在以前的文章里所指出的，保险公司的终身保险和养老金保险单的保险费率都是从谨慎角度考虑的。这样做是必须的，因为保单期限长，一些基本条件可能在投保期内发生根本变化。保险协会必须有能力面对即使是出现可能性极小的变化。另外，如果事情合理发展，很明显，保险协会的收入与按保守的估算方法所规定的保险费相比，会有一部分赢余。至少那些非互助保险协会是如此。而如果保险公司保留这部分赢余，他们通过投保人赢利就过度了。红利制度就是除去一部分合理结转以后，将全部或部分赢余返还给分红利投保人的一种方式。

简单地说，投保1000英镑的分红利投保人是在确保自己能获得一笔更大的数目。保险公司与他们签订的保险合同分为两部分，一是保单到期时返还给他们1000英镑，二是另有一笔不确定的数目，这笔数目的大小根据这段时期的保险公司的收入而定。

当然，保险公司可以用来分配赢余的方法很多。例如，分发现金，减少应付的年保险金等等。但经过多年多种方法的试验，现在相当一致的意见是“复归”红利制，即根据保险金数目，向投保人返还附加款项。

年利1%的复归红利意味着保单到期时，应付给投保人的最后数额每年增加1%。例如，若投保人投保1000英镑，一年后，通知红利为年率每100英镑20先令。这就是说，不增加保险费的情况下，他所投保的1000英镑增加到了1010英镑，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他不会立刻收到现金,应付的保险费也不会减少,但是他的保单的数额根据上述方法增加了。

单利与复利

还有一个复杂情况。有些协会宣布年红利为单利,有的宣布为复利。单利年利为每 100 英镑 20 先令意味着原保险费,如上例中的1000英镑,提高了 1%;复利年利每 100 英镑 20 先令指的是原保单数额加以前所增加的红利数额的总数增长了 1%。因此,如原保单数额是1000英镑,随着时间的推移,已积累了红利 100 英镑。单利每 100 英镑 20 先令意味着原保单数额上加 10 英镑;而复利每 100 英镑 20 先令意味着加上 11 英镑,即加上 1100 英镑的 10%。

如果红利的宣布既不是 3 年也不是 5 年,而是每年一次。那么,与单利相比,复利所增加的数额要多些,因为它每年都在总数目的基础上复合计算红利,而不是 3 年或 5 年计算一次。

各种方法的净收益描述如下:

1000英镑的保单,每 100 英镑 40 先令的单利,30 年后增加到1600英镑;同样数目的保单 5 年计一次复利,30 年后总数额达1772英镑,如果是按年复利计算的话,总数则达1,811英镑。

大多数协会,在鼓励投保人用以上所说的复归红利的方式的同时,提供其他的选择,如立即兑现和减少保险金,以取得他们应得的利润。

选自《国家与科学学会》1924 年 5 月 17 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯也为《国民》杂志写过若干金融研究方面的评论或小册子，但除了第一篇外都没有署名。

美国长期投资研究——股票与债券

这本有意思的小书的作者是抱着以下见解着手研究的。即在市场上升时期，一个普通股票投资者的权益比一个债券投资者高，而在市场下跌时期则恰恰相反。为检验这一点，他进行了一系列调查，追溯了从1866--1922年期间不同时期的两种投资，并从证券组合中选择抽样进行比较。对象限制在最出名的投资公司，即那些在困难时期明智的投资者最乐意投资的公司。

调查的结果是惊人的。史密斯先生发现不论在市场上升时，还是在市场下降时，几乎每例(11例中有10例)都是普通股最终收益最高。这确实是非常明显。虽然在一个特殊例子中两者不相上下。此后他又使用了更严格的标准。平均收益优势是否是以牺牲某些年度的不正常收入为代价的呢？他发现恰恰相反，即使是市场最低谷期，普通股指数也几乎毫无例外地高于标准债券指数。

美国这个过去50年的真实经历提供了表面的证据，证明了一些投资机构和个人认为投资债券更"安全"的偏见。即使他们中最出色的，有一点"投机者"味道的人，也相对过高地估价了债券，低估了普通股票。

但是，除非能够从广义理解过去经验的真正含义，否则将过去的经验应用于未来是危险的。此外，还存在有可能对于未来的预见只符合美国过去50年的特殊情况的危险。史密斯先生声称，可以找到普通股票相对优势的普遍原因。这些原因适用于较近的过去，也同样适用于不久的将来。我部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用自己的话部分借用他的话来将这些原因总结如下：

(1) 普通股票投资是实际价值投资，债券投资是货币价值投资。如用商品来表示的货币价值的长期趋势是下跌的话，那么前者具有显而易见的优势。反之则相反。然而有证据表明实际价值优于货币价值。首先，在某种情况下，货币价值可无限下跌，而其无限上升却没有可能。如大战以来欧洲的情形(从历史上看，这是应当采取防范措施的堪称重要的风险)。第二，除灾难外，社会上从货币下跌中获益的阶层较之从货币价值上升中获益的阶层更为强大。所有债权人，特别是债券持有人，喜欢正在升值的货币。市场上没有其他的阶层始终支持不断升值的货币。理论上，他们都支持稳定而坚固的货币。而他们在努力争取利润时，却都选择那些呈贬值趋势的品种。

(2) 即便是经过最精心选择的债券，有时也出现问题。一方面不能排除拖欠的可能，一方面不可能得到高于规定利率的收入，因而债券不会有特殊的成功补偿意外的失败。普通股票投资者，有能力承担偶然出现的问题，而债券投资者则不能。换句话说，债券的平均收益，排除不可避免的损失外，总是比投资时的利息收入低。

(3) 人的因素。有公司的管理部门更倾向于投资股票。每家公司的管理部门的人员都支持普通股反对债券持有人。管理人员不企盼债券管理人员通过债券的经营而获益。尤其是，公司的管理人员会利用权力在对股票持有人最有利对债券持有人最不利的时机偿还债券。

(4) 投资者购买债券时认为，发行公司在偿付了他所商定所接受的收益率后，会将收益全部保留。他自己不保留储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备金，并放弃所有建立储备金的权力。这类储备金，在保护他自己收入的同时，为那些他拥有其债券的公司的股票持有者积累收益。购买债券的人是投资者，但他没有对自己投资的资金进行管理。他给发行债券的公司提供一大笔资金让它代替自己发挥管理作用。一项对各行业债券价格的调查揭示了这样一个事实：越是不费吹灰之力便有稳定回报的行业的债券越贵。

（5）我把史密斯先生最重要的，也是最新颖的观点留到最后来谈。通常管理优秀的工业公司不向股票持有人发放所有的利润。在经济繁荣时期，他们保存部分利润并把其余的投入运营或生产。因此，投资优质工业公司具备复利增长的优势。在几年的时间，优质工业股票的实际价值以复利的形式增长，这与股息大不相同。这样，正如他们所看到的，债券的收益指数最终明显低于最初的表面利率，而股票收益指数最终高于表面股息。然而，至今为止，与债券相比，表面利率较高的股票必须以承担更大风险作为代价。反之亦然。另外，股票超出债券所得到的收益，并不仅限于表面利率。

史密斯先生对这些复利成分的计算结果作了一些估计。他发现，在一个长时期内，如果公司将每年积累资本收益的2.5%投入企业运营；那么其运营利润增长率与普通股票的市场价值的平均增长率持平。这个数字与人们所称为的保守经营所得利润相近。但是这种长期的积累，如同所有的复利积累，将达到惊人的大数目。在一段时间以后，即使那些不谨慎的、运气欠佳的、在市场高峰进行投资的投资者也能收回成本。

史密斯先生最后一项优势比较测试是最重要的。他假定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极谨慎的投资者从普通股收益中划出一部分投资作为储备金，将其与等量债券原始投资储备金相比较，把这个数目认为是本来可以从债券赢得的收益，并将余额进行股票再投资。在这种情形下，他所拥有的股票在为期大概20年中的升值在104％～355％之间，为防备意外贬值提供了很大余地。

在总结投资原则时，史密斯先生并没有特别注意保险公司一类机构。事实上正相反，他指出既然保险公司的负债是以货币的形式固定的，它的安全投资准则必定与其他投资者不同。这样的公司尤其没有必要惧怕贬值。美元在未来的购买力与这类公司毫不相干。如果美元贬值，投保人将承担这种贬值，而公司则不然。这对于对利润不感兴趣的控股公司尤其适用。但我认为它对人寿保险公司来说其适用程度是有限的。这些公司的经营目标必然是使投保人的资金得到最高收益。当然，前提是特别注意保单金额的绝对安全。如果互助分红保险的投保人了解到，董事会将他们的关注仅限于在他以法郎表示的保单的到期时，保证他按战前约定所有的法郎收入，他并不会感到任何的慰藉。

对我们来说不幸的是，史密斯先生的调查只限于美国。如有类似的英国投资方面的调查，将会引起极大兴趣，我听说英国普通股并没有显示那样明显的优势。明显的原因是我们的企业并没有与美国同步发展。另外，也由于美国工业公司可能在利润分配方面更保守些。对于英国普通股票年复利能高达2.5％，我感觉没有信心。无论如何，我更希望所有人做一些调查工作，这不是件很容易的工作。选择合适的指数有潜在的困难，对股东常遇到的红利和各类“权力”的估价都会出现困难。史密斯先生强调对于后者要密切关注，并指出，大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数普通股价值表都由于忽视了这一点而使图表失去作用。但这些困难是可以克服的。对于那些热切希望理解普通股的人来说，这个工作将很有教育功能。有没有大的保险公司的投资部门承担这项工作？这项工作适合于训练保险精算师的能力及心理素质。对保险业来说，这项工作与进一步改进死亡率表二者的重要性不相上下。

选自《国家与科学学会》1952 年 5 月 2 日

1926 年官方股票交易消息

这部经证券交易委员会批准出版的大部头参考书，已经发展到皇皇 3 册之巨。如果愿意订购的话，请另付 12 先令 6 便士的订购费。新添加 450 家公司将使总页数超过2,000页（四开纸）。如果倒闭的公司附录不删掉的话，一定接近一本书的最厚限度了。这个附录现在可以另外出售，价格为 2 先令 6 便士。新的托管人法案及有关通常统计方面的内容已经编入本书。认真的投资者即使是财力有限，经不起三四年内更换一次新版本，购买此书也将会物有所值。

选自《国民与科学协会》1926 年 5 月 29 日

1930 年官方股票交易信息

这部不可或缺的参考书，信息新，携带方便。它包括了股票交易规则中的顾客手续费最低限额的有关规定。这是我们的独家最新信息。投资者对此信息不了解会引起经纪人的不满，而他自己却无从知晓这种不满意的原因。这本书为大家提供了方便，今年的特殊信息是政府和地方税收的改革。根据 1925—1928 年的税收和估价法案、减免税法案、1929 年地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方政府法案所进行的估价方法的变更，使地方税收的原则和实践都发生了意义深远的改革。本书对这方面的法律与实践的内容和原则做了全面总结，增加了实用性。

选自《国民和科学协会》1930 年 4 月 19 日

关于乔治·格拉斯哥所著《英格兰信托投资公司》

这是一本有关英格兰信托投资公司的参考书。很遗憾，出于对书名的误解，很多人以为我们遗漏了苏格兰信托投资公司。事实上，它们是再典型不过的信托投资企业了。本书前言部分不长，也没有试图针对公司的管理进行评论。书的主要内容为各类图表，如有关 76 家公司的红利纪录等。如果能包括公司政策方面的更多细节资料的话，本书就更为有趣。例如，分析公司的投资组合的变化以反映信托投资企业的演变等。但无论如何，乔治·格拉斯哥先生按自己的标准为我们提供了一部简明而且使用方便的参考书。

选自《国民与科学协会》1930 年 10 月 25 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

凯恩斯论艺术投资与管理

凯恩斯对艺术的支持广泛而多样。20 世纪 30 年代他主要通过《新政治家(The New Statesman)》来宣传戏剧、卡玛戈芭蕾协会(the Camargo Ballet)和剑桥艺术剧院(the Arts Theatre, Cambridge)的演出。此外他还为《国家与雅典娜神庙(The Nation and Athenaeum)》的专栏撰写不署名的“小点评”和短评，也撰写画展图录前言和比较长的文章，以及致新闻媒介的信函。

1918 年凯恩斯到巴黎参加德加(Dega)私人藏画拍卖，由此开始了绘画收藏。他的藏品在 20 世纪 30 年代有了显著增长。此时他还从财政部获得了一笔20000英镑的拨款，为国家画

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

廊(the National Gallery)收购藏品。

当然,最重要的是凯恩斯为英国艺术贡献了大量时间、精力和金钱。他为当代艺术协会(the Contemporary Arts Society)购买过藏品;担任过卡玛戈芭蕾协会的财务总监(1931—1935年);并从1941年10月起担任国家画廊管理委员。从1942年2月起他担任了音乐美术促进委员会[the Council for the Encouragement of Music and the Arts (C.E.M.A)]主席,该委员会在1945年改为艺术委员会(the Art Council);二战结束后他还担任了位于科文特花园的皇家歌剧院(the Royal Opera House, Covent Carden)管理委员会主席。此外,他还主持了剑桥艺术剧院(the Arts Theatre, Cambridge)的选址、建造和装修,剧院于1936年向剑桥大学和剑桥居民开放。

伦敦艺术家集团(the London Group of Artists)是由许多艺术家小群体组成的。其成员都对19世纪初叶的英国绘画状况不满。它于1913年11月15日的一次聚会上成立,1914年3月举行了第一次集会。罗杰·弗莱(Roger Fry)、邓肯·格兰特(Duncan Grant)和瓦尼沙·贝尔(Vanessa Bell)起初并不是这个新团体的成员,但到1920年都加入了。

该集团于1921年10月举行了一次展览,应集团主席的要求,凯恩斯为展览图录撰写了前言。

伦敦集团

英国富裕人士中对年轻画家作品感兴趣的并不多。这些画家以后可能前途无量,只是目前还没有在有钱人的世界成名。倒是有很多并不富裕的人经常观看并且喜欢像伦敦集团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的画展。但这些人几乎不可能买画——那是富人的爱好。因此画展的一些通常作法并不完全合理。画价往往带点神秘色彩，只有大胆的、好打听的或者有钱的人才会到咨询台去询价。问得的价格往往超出顾客装饰居室的预算。要他为初出茅庐的年轻画家作品“投资”一笔可观的款子需要极大的自信。

不过，伦敦集团中有些成员（我希望是大部分成员）已经树立了这么一种观念：与其让画卖不动，不如薄利多销。虽然那些愿意出较高价钱的顾客仍然可以得到满足，画家们还是打算把相当一部分油画成品以 5 英镑、10 英镑、12 英镑的价格出售。

伦敦集团主席邀请我写这篇前言就是要我谈经济方面的话题，因此我不应当离题太远。但我还是要进一步指出，伦敦集团包括了当今英国大部分最令人尊敬和最有希望的青年画家。我不敢说他们之中任何一位都能拥有永久的声誉，但是我敢肯定其中会出现将领导战后英国绘画运动而受到子孙后代赞美的人。有了这种信心我就可以回到前面的话题并重申我的“投资”观点并非凭空而来。旷世杰作的第一位买主往往只破费少许，而独具慧眼的买主在伦敦集团完全可能买到将来令美术馆羡慕不已的作品。另外，文明时代的艺术赞助人总能在社会上获得独特而高尚的地位。没有了赞助人，艺术就不那么容易光华四射。

因此我希望，今秋光临伦敦集团的人都具有这样一种意识：如果看到自己喜欢的画而价格又低的话，就当机立断买下来。

J.M. 凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

录自《伦敦集团展览图录》，曼沙德画廊(Mansard Gallery)，1921 年 10 月

1925 年，凯恩斯又创造了一种更为雄心勃勃的方式来支持视觉艺术：他提出了伦敦艺术家协会(the London Artists' Association)的构想。2 月 8 日，他取得了塞缪尔·考陶尔德(Samuel Courtauld)的支持。该方案于 1925 年 7 月付诸实施，10 月举行了第一次展卖。

在《画室》上的一篇文章里，凯恩斯描述了艺术家协会成立后几年内的情况。

伦敦艺术家协会的创立和目标

伦敦艺术家协会成立于 1925 年年末，发起人是一批画家。他们痛感自己对作品经营无方，在过去一两年内售出的画少得可怜。当然其中也有一些著名画家，过去曾有良好的卖画纪录。不过他们的困难并不仅限于卖画难，收入不稳定更影响了创作。即使那些两三年来一直盼望多卖画的画家，也没有固定主顾可以依赖。其中一些人有其他的收入来源，对这部分人来说卖画就不那么重要了。但参加发起会议的其他人实际上除了卖画没有别的收入，除非靠授课教画挣钱。

我们讨论的结果是感到如果有一个小型的合作形式的组织，即便它没有雄厚的资金支持，至少也可以为有发展前途的画家稍稍分忧，也许还能逐步为他们的作品争取较好的市场。我们的运作思想就是建立一个组织，为一批画家充当代理人，向画家提供一小笔有保证的收入，并把画家的经营事务完全承揽过来，让他们从无休止的经济压力下解脱出来以获得更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的创作自由。有三位朋友对现代艺术颇有兴趣，和我齐心协力为该项目筹集资金——塞缪尔·考陶尔德先生，不仅是知名的私人收藏家，而且曾向泰特画廊(the Tate Gallery)提供过法国现代绘画名作；辛德雷·史密斯(Hindley Smith)先生和迈耶(L. H. Myers)先生，都是英国现代绘画收藏家。我们都认识协会中的不少画家，也一致认为该计划值得一试。我们这几位保证人对协会经营负最终的责任，承担诸如人事任免，与画商打交道，与协会成员签订合同等问题。而会员画家则可以决定是否接受新成员。此项选择权主要在于画家而不在于保证人。

财务问题

下面我将非常浅显地描述一下我们工作所依据的财务原则以及近期的工作成果，这大概是一般人都感兴趣的。根据我的经验，一件事情如果总是长期耗费金钱，像个无底洞，朋友和支持者们即便一开始热情很高，也不可能一直提供财政支持。因此我的目标是：协会立足的基础应该是尽可能自立。其目标是：协会的正常开支可以通过出售画家作品所获得的佣金来弥补。这是任何一个正常的经营者都会采取的做法。佣金的数目不是固定的，要根据不同情况作出调整。不过目前的惯例是从协会成员的卖画收入中扣除30%的佣金，画框及类似费用则要在计算佣金之前先行扣除，给画商的佣金也一律由协会支付。如果协会规模扩大，就有可能降低佣金比例。但是维持一家小画廊的日常开销都如此高昂，因而佣金无论如何都不可能低于20%～25%。实际上世界上大多数商品的零售费用都高于这个比例。我们在刚开始遇到了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一连串小麻烦，花了一些冤枉钱，在四年内更换了三家画廊，算是花钱买教训。但是从卖画收入中收取的佣金的确是非常接近于全部经营开销的。

虽然协会工作在经营上力求自立，目前还是由保证人在背后支持的。保证人的主要作用是确保会员的部分固定收入，与之有关的一切损失由保证人承担而与协会运转资金无关。显然，较成功的会员支出的佣金比不太成功的会员为多，这是不公平的。但据此要把所有会员的固定收入建立在绝对一致的基础上也是不现实的。通常的标准是每个会员每年150英镑，如果他当年的画及其他艺术品的出售收入在扣除了协会佣金之后还超出150英镑，多余部分也付给他。有些会员自愿放弃了领取固定收入的机会以便增加其他会员的名额。另一些会员则获取了比一般标准高得多的固定收入。这些人要么是协会中最抢手的画家（他们实际上肯定会超过协会的定额），要么是画家本人有个别需求和花费等，当然还有一些特例也应考虑。预备会员不一定能得到保证收入，即便有的话有时也不到150英镑。

在确定固定收入数目和会员名额时，我们自然要考虑一些保障措施，以免收支出现问题。迄今为止，画家卖画收入不足支付所付的固定收入的缺口都控制在较小数额内。四年来我们为此从保证人捐助账目中最终注销的金额不到卖画总收入的1%。保证人资金是协会赖以建立的基础，其总额约1000英镑，全部用于弥补协会运作费用的缺口、支付画家的固定收入以及提供创作资金。四年半之后，我们手头还略有赢余。

这样的结果比我们原先预想的要好得多。几乎所有会员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的卖画收入都超过协会支付的固定收入。虽然他们中绝大部分人在市场不好时就得依靠保证金度日。

上述四年半的成果如果以数字表述就更令人刮目相看了。四年半来我们已经为会员出售了超过700件作品，总价值约22,000英镑，每件平均价格约30英镑。

我们和绘画经营者的关系

协会的宗旨从来就不是取代一般的绘画经营者，或者排斥他们的服务。我们和一些著名画商的关系是友善、而且密不可分的。实际上，如果没有他们的帮助，协会根本不可能达到上述的销售规模。在我看来，西区(the West End)的画廊经营者们为英国画家提供的服务总体上是很好的。这些经营者无论前些年如何，至少目前都对现代艺术运动和现代艺术家非常关注。我还应该补充说明，协会的非专业运作的经验已经至少使我相信，经营者的通常收费并没有超过他们付出的劳动：我能肯定如果按照伦敦艺术家协会的模式建立其他什么协会，它也会明智地尽力培养与重视绘画经营者的友好关系。我们自己就曾在雷塞斯特画廊(the Leicester Galleries)举办过一些最重要最成功的展览。我们也时常从勒费弗尔家(Messrs Lefèvre)、勃兰登-戴维斯家(Brandon-Davis)、莱德弗恩画廊(the Redfern Gallery)、哥皮尔画廊(the Goupil Gallery)、圣乔治画廊(the St. George's Gallery)等经营者那里获得巨大帮助。这个世界不会仅仅因为业余爱好者对艺术无私热爱就庇护他们，他们必须具备专业人员的经验才能成功。

协会成立的最初场所是在汉诺威广场(Hanover Square)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

圣乔治画廊对面的一家小画廊。后来曾迁到老邦德街(Old Bond Street)163号的一间小屋,再后的两年我们占用新邦德街(New Bond Street)92号库林画廊(the Cooling Gallery)的一部分并安顿下来。库林一家对协会极其友好、慷慨,处处为协会考虑,协会的感激之情真是难以言表。最近我们要在这些房屋之上再新建一座符合我们需要的较大的画廊,内设足够的展览空间和良好的照明条件。协会为会员举办展览,展期长短不一,但是每月都有新展览,这已成为惯例,有个人展、双人展和群体展。所有会员的代表作都保留下来并供展出。12月下旬我们举办了一次成功的圣诞展览会,展出协会会员创作的水彩画、素描、石版画以及各种装饰性作品诸如陶器、彩绘家具、瓷砖画、刺绣品等等。

协会最重要的工作之一是把会员的画推出去,送到外郡、送到伦敦的其他画廊展出,以扩大影响。这都包括在约瑟夫·杜维恩爵士(Sir Joseph Dureen)辖下的多个组织所安排的展览之中,例如最近在斯德哥尔摩(Stockholm)举办的展览以及到许多外郡城市巡回展览一到两年。但我必须承认在伦敦之外的地区卖画的实际成绩都令人失望。为了管理这些事务,并照管画廊,协会设置了一名全职秘书。在早些时候秘书是F·荷耶兰德·迈耶(F. Hoyland Mayor)先生,他自己有一家画廊,素有经验,为协会做了很多有价值的工作,现在他转而与布兰登·戴维先生合作,我们失去他很是遗憾。目前我们的秘书是安格斯·戴维逊(Angus Davidson)先生。

会员画家的选择

要在这样一个协会的不同会员之间达成共识是不太容易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。伦敦艺术家协会的创始会员都是伦敦集团的成员。吸收新会员必须有现任会员的引荐。这是一个为商业目的而存在的庞大团体，同时又要保留任何这类合作团体的会员之间必然存在的私谊和团结精神。凝聚和维持这样一个团体是极其艰难的。我们为一些会员的离去深感惋惜，有时又不得不拒绝接受一些新会员，因为替他们代理太冒风险。总体上看，这个问题解决得还算不错，但我一直觉得这是最大的困难。也许有人希望协会是一个坚强团结的群体，会员互相敬慕、推许。但是如果协会掌握在一小群人手里，或者变成了风格雷同的画家互相吹捧的团体，也是一种失败。我希望每一位光临协会展览的人都看到画作的气质和手法多种多样，而又和谐地陈列在一起。

至于发展合适的新会员，几乎完全依靠现任会员用敏锐、同情的眼光去发现有前途的新进者。显然必须由画家们自己去寻觅有希望的年轻人并确定该是真正值得奖掖的。他们对新人的创作状况和成功的希望更有判断力。如果画家们能以这种方式行使职责，然后再让保证人和画商行使职责——保证人剔除一些作品尚未达到商业阶段的不稳定分子，并进行公正的商业管理，画商则帮助我们承担在画作和潜在买主之间牵线搭桥的艰巨任务。但是只有画家才能发现成长中的天才。

任何英国画家都可以提交作品申请入会。选举新会员的会议一年举行两次，会上会员和保证人审查候选人送来的作品。协会或者会员也可以邀请他们见过其作品的画家来当候选人。创始会员有伯纳德·阿德尼(Bernard Adeney)、凯思·贝尼斯(Keith Baynes)、瓦尼沙·贝尔、罗杰·弗莱、邓肯·格兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特、弗兰克·多布森(Frank Dobson)和弗里德里克·波特(Frederick Porter)。其中有两人现已退会,但又有新成员加入,有正式会员,也有预备会员:爱德华·沃尔夫(Edward Wolf)、威廉·罗伯茨(William Roberts)、彼奇弗斯(R. V. Pitchforth)、乔治·巴尼(George Barne)、雷蒙德·康克森(Raymond Coxon)、道格拉斯·戴维逊(Douglas Davidson)、罗里·欧姆伦(Rory O'Mullen)、西德尼·谢泼德(Sydney Sheppard)和莫兰德·刘易斯(Morland Lewis)。从这份名单可以看出协会根本没有局限于哪一种风格,如邓肯·格兰特和威廉·罗伯茨,都属当今英国最重要的画家之列,而他们的风格和感觉却有天壤之别。

正如我刚才提到的那样,有时候现任会员在展览或其他场合看到了喜欢的作品,就可以邀请候选人,而且我希望这在将来成为主要的推荐方式。但是,我应当把丑话说在前头,以免本文引起注意后蜂拥而至的申请者把我们淹没:我们接受会员和申请者的比例是10%甚至更低。协会并不是慈善机构,不能大包大揽而忽视商业因素。它不是用来支持初学者的,尽管他可能有发展前途。协会也不希望吸收作品卖不动的画家。

我要谈到的另一项难题,同行们很可能亦会碰到——我希望如此:一些年轻的无名画家远未达到商业阶段,而不能奢望获得社会的关注,但协会恰好对这些画家最有用。如果没有其他已经成名、画价比较稳定的会员,协会根本不可能承担自身运作费用。协会就是靠那些成功会员的支持和忠诚(会员身份也许不会给他们个人带来经济上的利益),协会才能不断取得成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

画作和公众

为作品定价是非常棘手的问题，总是不能让所有的人都满意。我们想让画价在公众可以接受的范围内尽可能地高些。同时显然还应保持一定的标准，否则买主就会感到困惑并怀疑自己是否受到了公正、平等的对待。我们的价格从5英镑到200英镑都有，大多数都在30畿尼以下。我相信我们与其眼看着部分画家卖画太少、入不敷出，不如把画价定低些，除非买画的公众在数量上有较大增长。卖画和卖书是一个道理。在某些情况下降价没什么用，因为购画尚未普及。但是如果价格普遍较低，就会使买画的习惯在公众中广泛发展起来，因此我认为低价格可能对大多数画家都有利。

同样，我们也不能按照萧伯纳(Bernard Shaw)先生的每幅5英镑原则来为画家讨生活。当然他有他的道理，让画家的画走进社会、画家本人得到5英镑，总比把画拿回画室要好；但若停留在这一层次就把问题看得太简单了。要真正解决目前大批卖气不好的画家的生计，只有靠培养真正为数众多的购画公众，他们既愿意经常花5英镑买较小幅的作品，有时候也买10英镑、20英镑甚至30英镑的画。定价10至15英镑的作品的市场潜力不小，但没有人这么定价，除非是初学者的作品、小幅作品或出于令人失望的定价策略：5英镑一幅。不过目前还不存在这样的公众。每年在购画上花费可观数额的英国人极少极少。我想这类人正在一点点增长。但我们只依靠一些忠实朋友组成的小圈子还远远不够。因为普通人心里并没有购买油画原作的观念，即便他能轻而易举地经常支付这种开销，而且画价和他在其他方面的花销相比也并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过分。

绘画像所有追求充实和成就感的创造性工作一样，不能为金钱的压力所迫而做。如果有人买下一位画家聊以自娱并抒写自己真性情的作品，这位画家在某种意义上就是非常幸运的人了。但很多画家同时又渴望把作品尽可能地保留在手头。“当我收到一笔画款时，”瓦尔特·西科特(Walter Sickert)经常说，“就好像别人出钱剜走了我的心头肉。”这种复杂矛盾的态度有时候可能会使他们在处理商务时变成一些最好说话又最难打交道的人。他们不考虑金钱，同时又锱铢必较。如果生活得比较满意的话，除了钱以外，他们之中大部分人还需要巨大的成功和承认感。

至于公众，大部分是非常无知和犹豫不决的。不过他们对艺术的声望怀着巨大的崇敬，并且在内心深处是渴望参与和乐于助人的。如果人们看到每年有多少钱耗费在无用的、丑恶的开销上，那么全国最有希望的画家——他们的艺术气质和主要批评家如此一致——为每年 150 英镑激烈竞争，就似乎太荒谬了。为什么一般公众对当代艺术总是冷淡和犹豫？情况会永远如此吗？我想这里有很多原因，可以作多种解释，但是如果公众能够学着欣赏和自己同时代的画家(一如任何其他时代的画家)所创造的美妙悦人的作品(这些作品也应该得到欣赏)，那该是多么巨大的进步！

录自《画室》，1930 年 6 月

1931 年 3 月，凯恩斯为伦敦艺术家协会为部分会员举办的一次花卉画展览图录撰写了前言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关经济问题的前言

最近几年，许多有吸引力的好作品大幅度跌价，这一点连一般艺术爱好者都注意到了。也许绘画和小麦、锡、丝绸、亚麻仁油一样，难以躲避经济衰退的影响。因此我说服在本次展览上展出作品的伦敦艺术家协会会员把画价降到了过去要价的差不多一半。小麦、锡、丝绸和亚麻仁油的价格很可能恢复到从前的水平，那时我会建议协会会员相应上调画价。现在，我希望爱好艺术的公众抓住时机，成倍购买。实际上，我差不多是在斗胆地恳求你们了。

1931 年 3 月 6 日

协会还是没有熬过大萧条。1931 年 7 月凯恩·贝尼斯、邓肯·格兰特和瓦尼沙·贝尔退会，加入阿格纽画廊(Agnew's)，这使得布鲁姆斯伯里(Bloomsbury)冷清起来。[①] 协会的总收入只及以前的四分之一，他们最终于 1933 年 10 月终止了该项目。不过即使在这个阶段，三位保证人[②]仍然为协会的一两位最早的会员提供支持——例如对威廉·罗伯茨的支持一直持续到 1937 年。

录自《伦敦艺术家协会展览图录》，库林画廊，
1931 年 3 月 11 日至 4 月 2 日

凯恩斯与视觉艺术的密切联系还体现在他为《国家》撰写的一些不署名文章中。

比较一下伦敦集团[黑尔画廊，托登汉姆·考特路(Messrs Heal's Gallery, Tottenham Court Road)]本周的画价和奥古

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯都·约翰(Augustus John)先生上周展览中的部分画价，颇有启迪。买下伦敦集团展出的150幅画，可能只需花费约翰先生的《西班牙人交响曲(Symphonie Espagnole)》一画的四分之一。如果一家公立画廊想扶植年轻人、丰富未来，并使自己成为英国艺术最强有力、最有前途的作品的宝库，那它怎么可能不把钱投到托登汉姆·考特路来呢？我们的城市版主编说，购买越早，越有利于实现这一目标。

录自《国家与雅典娜神庙》，1923年5月5日

霍尔曼·亨特(Holman Hunt)的《替罪羔羊(Scapegoat)》和赫克默尔(Herkomer)的《最后的集会(Last Muster)》都有着漫长曲折的流传过程，最早由克利斯蒂画廊(Christie's Rooms)收藏，最后在日光港(Port Sunlight)的列弗夫人艺廊(the Lady Lever Art Gallery)安身。《梨汤(Pear's Soup)》、《猴牌(Monkey Brand)》、著名的《退伍军人(Veterans)》和《替罪羔羊》在同一位主人手中团聚了。《替罪羔羊》是近70年前在死海岸边一个雅称欧斯杜姆(Oosdoom)的地方画的，1856年在皇家美术学院(the Royal Academy)展出。它的价格——1862年475畿尼，1878年480畿尼，相对于1909年的2800畿尼和今天的4600畿尼都微不足道——说明珍奇之物的声望虽已大大跌落，但仍远远不及货币购买力的下降。《最后的集会》(1875年)已达到3100畿尼，福特·马多克斯·布朗(Ford Madox Brown)的《雅各布·弗斯卡(Jacopo Fosca)》(1870年)为520畿尼，伯恩-琼斯(Burne-Jones)的《绿色夏季(Green Summer)》(1868年)为380畿尼，米莱斯(Millais)的《圣阿格尼斯之夜(St. Agnes' Eve)》(1863年)则为1500畿尼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18世纪60年代和70年代的英国插图大画家仍然保持着很好的价位。但是趣味已经转变了，甚至在英国，富有的收藏家也开始转向别的绘画领域。在同一次展卖中，马奈(Manet)的一幅油画小稿卖了780畿尼。勒费弗尔画廊(Messrs Lefèvre's)举行了一次成功的法国19世纪巨匠画展[顺便提一句，该展览开始以后又增加了两件展品：一幅马奈的精品和一幅杜米埃(Daumier)的二流作]；本周瑙德勒画廊(Messrs Knowdler's)又举办了一次小型展览，展出了马奈的《啤酒瓶(Le Bon Bock)》。可惜，詹特雷基金(the Chantrey Fund)还无力为国家购买在世英国画家最好的作品，将来则只能依靠捐赠者向"当代艺术协会"之类团体慷慨解囊了。即使用一点小小的基金去购买当代作品也是大有可为的，在刚开幕的(仅展出一个星期)当代艺术协会近期所获捐赠品展览上[在上格罗斯凡纳街(Upper Grosvenor Street)32号，格罗斯凡纳公馆展出]，我们看到了多少展品啊！这些精工细做的画作，将来会给爱德华·马休(Edward Marsh)先生，今年的"大买家"，带来可观的财富。

录自《国家与雅典娜神庙》，1923年6月30日

由约瑟夫·杜维恩爵士(Sir Joseph Dureen)赞助的现代外国画廊(the Modern Foreign Gallery)，是泰特画廊的一个附属部分，最近接受了塞缪尔·考陶尔德先生慷慨捐赠的50,000英镑，用以购买"19世纪后半叶法国巨匠周围的群星"绘画展中的作品，这项收藏将及时弥补我国国家收藏中一个不光彩的断层。近十年来国家画廊的当权者曾经拒绝收购塞尚(Cézanne)的作品，后来甚至同意出借塞尚的代表作。但时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以强有力地征服一切——包括官方收藏保管人顽固、无知而糟糕的趣味。考陶尔德先生造成的冲击如此巨大，足以压倒他们，他理应受到国家的感谢。出乎人们意料的是官方竟委托特拉法尔加广场（Trafalgar Square）和磨坊河岸(Millbank)的画廊总监去选画；他们多年来都是真正讨厌这些画的。出乎意料倒没什么，更严重的是——既然他们根本不喜欢这些画，那就很可能挑来最平庸的作品——幸好他们的趣味将由三位爱好这些画的天才加以修正和指导：亨利·班廷克勋爵（Lord Henry Bentinck）、迈克尔·赛德勒爵士（Sir Michael Sadler）和考陶尔德先生本人，他们三位将一同参加选画。

当然，昂贵的价钱必须用于支付最出色的作品。与罗杰·弗莱先生开始教英国公众理解近50年来的法国大师时相比，现在的佳作实在不少。不过，美国人大量收购法国绘画也开始得很晚，现在用合理的价格仍然可以买到作品不多的大师们的佳作，例如塞尚、杜米埃、马奈，甚至可能还有作品更少的大师如修拉（Seurat），——这在十年前根本不可想像。唯一的遗憾是当代法国画家没有列在其内。如果能包括例如德兰(Derain)、毕加索（Picasso）和马蒂斯（Matisse）的一流作品，就可以选择其中相对最具代表性的人物，并使在世的画家受惠，何乐而不为呢？不管个别人多么不喜欢他们的作品，这些富有独创性的天才人物在欧洲绘画发展史上的地位已使他们有足够资格在国家博物馆占有一席。官方的反应必然是迟钝的，而罗杰·弗莱先生的声音已飞快地传送到那布满奇花异果的未知土地上；只是这声音似乎不是从希望之域而是从茫茫旷野上传来的，人们不得不为之轻轻叹息，但情形就是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

录自《国家与雅典娜神庙》,1923 年 8 月 18 日

先生：

萨金特(Sargent)给印象主义下的定义是"观察物像色彩和明暗时,落在视网膜上的物像或部分物像的表面色或固有色总会有所过量或不足。"伍尔夫(Woolf)先生上周在《国家》上撰文评论说这句话是"一个概念不清及表述不准的人所下的不智的定义"。

这对萨金特非常确切的描述似乎是不公平的。让我来解释一下吧：物体不论在阴影里还是在强光下,人眼所看到的其自然色彩都会有所改变。印象主义,据萨金特所言,就在于给改变自然色彩的因素以特殊关注,并尽力表现出它对眼睛的真实意义。这样说有什么不对？萨金特的语言是开放的,而不是不知所云的,我倒认为伍尔夫的批评不过是寻章摘句,没有什么建设性的东西。

你的

希拉

[雷纳德·伍尔夫先生又写道:"希拉的解释极其明晰,而且我也同意他说出了萨金特的部分意思。但你把它和萨金特自己描述清晰与模糊之间区别的语句作一比较吧。萨金特和希拉所定义的印象主义都是不着边际的,而莫奈(Monet)本人也对人们普遍所持的印象主义概念,即像萨金特所定义的那样,感到困惑。我仍然认为这一解释表明萨金特并没有理解他自己所说的印象主义是什么。"]

致《国家与雅典娜神庙》编辑的信,1927 年 6 月 25 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯还积极参与表演艺术界的活动。他不满足于仅仅当一名热心观众。这种参与是从他与莉迪娅·洛普霍娃(Lydia Lopokova)的联系开始的。凯恩斯很早就为她与经纪人、音乐制作人的合作问题提供咨询。

同时，凯恩斯还不署名地为《国家与雅典娜神庙》撰写相关的短小评论。

再次观看意大利木偶剧团的演出有些令人振奋起来。也许这是相对于意大利歌剧的危机而言。在人们的想像里，玩偶和人类彼此增强着对方的力量。歌剧中随后出现的幻想物——青蛙、蜘蛛、马、骑马女郎、职业吊丧者——丰富多彩。但是有人注意到，现实的倾向压倒了想像。如果木偶变得和人类一样，它们就没有自己的特点了。我们并不想看到那些会被我们误认为是意大利小歌剧的东西。木偶过于成功之时，就是我们停止关注之日。但是，每个人都应该去看看它们，即使是服装界人士；不管你是从楼梯前或是从走廊后俯瞰整个舞台，总之应该去看一看。

录自《国家与雅典娜神庙》，1923 年 5 月 5 日

杜丝(Duse)在易卜生(Ibsen)的《海上夫人(Lady from the Sea)》中的再度出现是过去的美好再现。她依然明智地依靠自己天生的姿态和台词取胜。这部戏本身比较沉闷，还有点空洞无物。杜丝和剧团一起表现了生命的静止，但过于强调易卜生的现实主义，从而牺牲了诗歌特性。她体质羸弱、平板细瘦，不能充分表达女主角艾莉达(Ellida)强烈的疯狂。但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

她的优雅动作唤起了观众对 18 世纪 80 年代的美妙回忆。人们可以理解，时代风尚并不仅仅体现在服装上。她的节奏和今天可能不太一样——也许我们的节奏更为复杂。但我们毕竟被她感动了，而她也的确创造了观众的情感。

录自《国家与雅典娜神庙》，1923 年 6 月 16 日

去年初谢尔盖·佳吉列夫(Serge Diaghileff)的俄罗斯芭蕾舞团在阿尔汗布拉宫(Alhambra)演出《睡美人》后毁誉参半，伦敦观众开始对此漠不关心。最近它又要在巴黎度过一个短暂的演季——演出的剧目主要是斯特拉文斯基(Stravinsky)谱曲的芭蕾舞，《彼得鲁什卡(Petrouchka)》、《春之祭(Sacre du Printemps)》、《婚礼(Noces)》、《普尔钦奈拉(Pulcinella)》和其他现代舞蹈，《乔特(Chout)》、《炫耀(Parade)》。其中只有《婚礼》是新作品，它是斯特拉文斯基从前为一个乐队谱写的交响乐，包括四架钢架的打击乐器，而没有弦乐器和木管乐器。乐队中还包括四名独唱演员和一个合唱组，音乐中有一些不需要人懂的赞美诗句。作为对音乐的独特阐释和呼应，芭蕾舞演员主要在幕布前活动。演员穿上黑白二色的统一服装，男人的服装是在他们传统的练功服(白色衬衫、黑色马裤)基础上设计的，设计者是冈察洛娃(Goncharova)。演员由尼任斯卡娅(Nijinska)组织成一拨一拨人潮，表演同样的动作，随着加入的人越来越多而形成有节奏的人海。一种简单而颓废的混和物，但整体上形成了黑与白和谐平衡的疯狂。

录自《国家与雅典娜神庙》，1923 年 6 月 23 日

霍华德·德·瓦尔登勋爵(Lord Howard de Walden)在本刊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一期上发表的信提出了一个非常重要的戏剧项目，这个项目在不久以前已经讨论过。由拥有成功的实践经验的考米萨耶夫斯基(Komissarjevsky)和阿兰·魏德(Allan Wade)先生鼎力合作管理它，真是再好不过。瓦尔登如此慷慨大度地支持戏剧已经不是第一次。我们衷心希望这个项目一直保持成功，并且都非常激动地盼望着剧院的开张。[3]

谢尔盖·佳吉列夫被任命在即将到来的演出季节中担任蒙特·卡罗的芭蕾歌剧院(the Ballet and Opéra Comique at Monte Carlo)的艺术总监，准备排演四部新的芭蕾舞剧。他在英国的老戏迷们希望这会为他在不久的将来重返伦敦铺平道路，那时他将带来这些新剧目和一些老的精品剧目。

录自《国家与雅典娜神庙》，1923 年 7 月 28 日

巴甫洛娃(Pavlova)以《仙姬(Fairy Doll)》开始了在科文特花园的短暂演季。该剧给人们提供了绝好的机会感受谢尔盖·佳吉列夫对俄罗斯芭蕾的贡献。此外，正如许多批评家似乎都预想到的，它看起来是《古怪商行(La Boutique Fantasque)》的枯燥翻版，实际上却是后者改编的基础。它表现了在福金(Fokine)及其后继者改革芭蕾之前，帝俄全盛时代的荣华。巴甫洛娃的剧团和她本人相比显得太弱，但是可以看出大约 18 年前这个剧团曾经是多么迷人、多么杰出。这部作品选自曾经在爱尔米塔什宫(Hermitage)为皇室演出的剧目单，当时使用的全部是皇家芭蕾舞团的演员，如现仍活跃在西欧的：切辛斯卡娅(Kchesinska)，其代表作是《仙姬》；巴甫洛娃，代表作是《西班牙女郎(Spanish Doll)》；卡尔萨文娜(Karsavina)、卡娅希特(Kyasht)和乌吉妮娅·洛普霍娃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Eugenia Lopokova)，代表作是《瓷娃(Porcelain Dolls)》；莉迪娅·洛普霍娃，一个娇小的12岁女学生，也参加了芭蕾舞团。一部奥地利作品，也许是受到《葛蓓莉娅(Coppelia)》的启发而作，由列盖特剧团(Legatt)在彼得格勒(Potrograd)演出，则充分展示了演员个人的出色水准。但它在整体阵容、空间调度、简洁和风趣上都很逊色，也缺乏佳吉列夫的《古怪商行》那种华美！通过把罗西尼(Rossini)、德兰(Derain)、马辛(Massine)的天才组合起来，佳吉列夫给了雷塞斯特广场(Leicester Square)一席比俄国大公观赏到的芭蕾舞女星们更为美味的大餐。

录自《国家与雅典娜神庙》，1923年9月15日

经历了一段时期的艰难困苦之后，谢尔盖·佳吉列夫在蒙特·卡罗重新建立了芭蕾舞团，可以上演三个系列的节目，持续演出六个月。第一个演出季节主要上演老剧目，到新年结束；即将开始的第二个演出季节将上演四部全新的芭蕾舞剧。他的剧团虽没有太多的一流明星，但总体水平非常高，组建这样一个令人瞩目的剧团是一项巨大的成功。出演《天鹅湖(Lac des Cygnes)》的特列费洛娃(Trefilova)女士几乎仍保留着古典芭蕾全盛时期的传统风采；列恩·沃伊吉科斯基(Leon Woijikowsky)先生跳的现代舞充满吸引力和睿智的活力，技巧水平也丝毫不亚于前人，他将会是一颗冉冉升起的巨星。尼任斯卡娅、车尔尼雪娃(Tchernicheva)、索科洛娃(Sokolova)、涅姆钦诺娃(Nemchinva)、内涅蒂·德·瓦卢瓦(Ninette de Valois)诸位女士，以及魏尔泽克(Wilzak)、斯拉文斯基(Slavinsky)、伊吉克夫斯基(Idzikovsky)诸位先生，组成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一个堪与欧洲顶尖剧团抗衡的阵容，能完美地上演许多剧目。

尼任斯卡娅女士担任新剧目的舞蹈设计，其中《牧神的午后(La Tentation de la Bergère)》于上周公演。这部戏表现了路易十四宫廷妖媚的、有点儿暧昧的生活。上周还上演了古诺(Gunod)的《哥伦布(Colombe)》。佳吉列夫起用西班牙画家若安·格里斯(Juan Gris)担任这两部戏的舞美设计。他是一位舞台美术天才。《哥伦布》一剧中的场景运用灵活的透视造成迷幻效果，《牧神的午后》的舞台布景则是现代装饰和瓦萨利(Versailles)精神的完美结合。

录自《国家与雅典娜神庙》，1924 年 1 月 12 日

凯恩斯甚至还写过不署名的电影短评。

蒂沃利影院(the Tivoli)本周上映了米高公司(Metro-Goldwyn)根据托马斯·哈代(Thomas Hardy)同名小说改编的超级制作《德伯家的苔丝(Tess of the D'Urbervills)》，制作者号称"超越了自己期望的最高点"并使"一部文学名著变成了电影名作"。片中采用的背景非常现代：安吉尔·克莱(Angel Clare)和亚历克·德伯(Alec D'Urbervills)都极为富有，开着劳斯莱斯轿车互相追逐；安吉尔从巴西归来与苔丝会面的地点是在伦敦的一家夜总会，伴着爵士乐队的演奏；苔丝在最落魄的时候也穿着从拉法叶特百货店(the Galeries Lafayette)买来的时髦的服装；饰演安吉尔和苔丝的都是美国影星，前者像推销剃须膏广告片中的男孩，后者如同齐格菲尔德讽刺剧(Ziegfeld Folly)中的人物。这部电影自身的特点完全被忽略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。影片中没有出现过一头奶牛、开阔的丘陵草原，大石栏(Stonehenge)的出现也纯属偶然。当看到安吉尔从口袋里掏出一张印有苔丝照片的明信片时，任何一位观众都会感到恶心。我想，看这部片子的人们应该勇敢一点并且把它仅仅当作一个玩笑。但这不可能。影片中楔入的现代宣传具有压倒性力量，极其讨厌。亵渎、粗俗和谬误都无以复加。蒂沃利本来想成为一家顶尖的电影院，但它的经营者要明白：上映这部影片，将使大批观众有足够的理由不再光临。

录自《国家与雅典娜神庙》，1924 年 10 月 11 日

19 世纪 20 年代晚期，凯恩斯更专注于表演艺术，并为许多小型作品提供财政支持，如剑桥业余剧社(the Cambridge Amateur Dramatic Club)的作品。《士兵的故事》(The Tale of a Soldier)、《情人怨》(A Lover's Complaint)(1928 年)和一部《诗歌与音乐的假面舞会》(Masque for Poetry and Music)(1930 年)，这几部戏都从剑桥到伦敦作了短期演出。女主角都由莉迪娅担任。凯恩斯为 1928 年的两部戏也写了一篇不具名的短论，发表在《国家》上。

剑桥业余剧社将做一件标新立异的事：下周演出斯特拉文斯基的《士兵的故事》和莎士比亚(Shakespeare)的《情人怨》[11 月 8 日、9 日和 10 日晚场 8:30，11 月 10 日还有一场日场，票务由剑桥三一街(Trinity Street)的伊莉娅·约翰逊(Elijah Johnson)负责]。斯特拉文斯基的这部作品以前从未在英国上演[仅由艺术剧社(the Arts Theatre Club)在去年半私人性质地演出过]。莎翁的这部作品在英国也是首次上演！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两位杰出的剑桥青年音乐家——国王学院(King's)的奥德(Ord)先生和圣约翰学院(St. John's)的阿伦德尔(Arundell)先生,将分别担任乐队指挥和导演;莉迪娅·洛普霍娃女士将在斯特拉文斯基剧中扮演公主,并在《情人怨》中担任她登上英国舞台以来第一个念台词的角色;斯特拉文斯基那部戏的舞美设计是赫姆弗雷·吉宁斯(Humphrey Jennings)先生,潘布鲁克学院(Pembroke)的本科生,他曾为珀赛尔(Purcell)的《亚瑟王(King Arthur)》一剧极为成功地设计过舞台美术;莎剧的舞美则由邓肯·格兰特先生设计。

录自《国家与雅典娜神庙》,1928年11月3日

19世纪30年代凯恩斯更加认真地关注表演艺术,先后参与过卡玛戈芭蕾协会和剑桥艺术剧院的活动。

卡玛戈协会是在佳吉列夫和巴甫洛娃去世之后,芭蕾界同仁为在伦敦维持正常演出而成立的。发起人是莉迪娅,她遇到困难就求助于凯恩斯一家——他们一直帮助她。协会经过初期一次财政危机之后,凯恩斯担任荣誉财务总监,为此花费了可观的时间。凯恩斯不仅为协会筹集资金,并且亲身参与其他方面的事务。为此,凯恩斯撰写了不少材料。目前可以见到的最早的日期是1931年。

卡玛戈协会请求会员再次捐款启事
财务管理人启

协会第一年的审计后账目将晚些时候提交给协会大会。但目前会员们可能会有兴趣对一年来的财务状况有粗略的了解,因为我同时还要请求他们为下一个演季补充捐款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的支出舍零取整后大约2500英镑，其中1900英镑来自550名会员的捐款和票房收入，450英镑出自会外捐赠，50英镑出自租金和演出权。这样还有大约100英镑的亏空，可以用某些资产如舞台布景、服装等部分抵消。如果看到这样一个事实，即协会开创之时没有一点有形资产，而现在已经排演了11部新的芭蕾舞剧，那么在委员会看来这已经是一个相当了不起的成果。协会的经济状况主要应归功于严格的勤俭节约原则。几乎所有的开销都用在了租用剧场、雇用乐队、制作服装和布景上；而艺术家的报酬——舞蹈演员、作曲家、舞蹈设计和美工——不是无偿就是象征性的。现在这些艺人们挣钱的机会也少得可怜，如果卡玛戈剧社的演出能带来合理的报酬就更令人满意了。我还认为协会最好能建立一个适当的保证金基金会，在下一个演季前先编制好预算，不要再像去年那样现挣现吃。委员会成员一致认为，再大的演出也会受制于小小的财务问题，而这一切将来是不能出现了。

因此我冒昧呼吁诸位在来年补充捐款，并把可能追加捐款的会员名单报给秘书。

我还要请那些除正常捐款外，再额外捐助10英镑以上(可以捐给保证金基金会，也可以捐给另一个专用于为艺术服务的基金会)的会员，赏光与我——财务管理人——进行面对面交流。

第二份材料是致《新政治家》编辑的一封信。1933年7月1日，有人就协会为世界经济大会(the World Economic Conference)代表举行的节庆演出写了一篇评论，凯恩斯随后就写了这封信。那次的演出剧目是《葛蓓莉娅》和《天鹅湖》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评论作者怀疑协会在科文特花园上演这两部古典芭蕾舞剧是否违背初衷,它应该为认捐人表演新剧目。他还询问:玛丽·兰伯特芭蕾俱乐部(Marie Rambert's Ballet Club),"伦敦最好的芭蕾舞团"和"伦敦舞蹈设计者的创意之家",为什么不再演出了。凯恩斯就此作了回答。

先生:

您对卡玛戈协会最近在科文特花园的芭蕾演出所作的批评引起的议论,体现出人们对芭蕾在伦敦的情况知之甚少,因此很多议论并不中肯。

从广义上说,有三种芭蕾。其一是大型芭蕾,其规范为古典式,或则是佳吉列夫早期的混合形式;其二是现代实验芭蕾,它要传达的意味一般都过于精致细腻,以致不适合大歌剧院的空间和距离,而更适合全体观众相对接近舞台的现代剧场;其三在分类上可以称为室内芭蕾(Chamber Ballet),范围差不多就是佳吉列夫晚期作了改革的那种芭蕾。这三种芭蕾都很重要而又引人入胜,在现代社会毫无意义又粗鄙无礼的氛围中都不容易保存和发展,因为市民的道德家们头脑中充满了对商业标准的排斥和恐惧。第一种和第二种类型之间的界限,第二种和第三种类型之间的界限都不那么明显,故而有些芭蕾舞演员能从第一种转向第二种,或从第二种转向第三种;但在任何情况下人们往往都很清楚哪种表演风格最为适当。它们之间没有,或者应该没有矛盾之处。

卡玛戈协会的主要目标就是保存前两种类型的芭蕾。从协会建立之初进行零星演出之时,就建立了一个与之有共同目标的固定组织维克-韦尔斯芭蕾舞团(the Vic-Wells

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ballet)——英国唯一的这种类型的固定组织。幸好——虽然看起来与您的批评不相称——这两个组织有着共同的目标，它们可以和睦共处、精诚合作。卡玛戈协会的任务是利用偶尔在西区(the West End)演出以获取(虽然还是不够多)物质利益，这是芭蕾艺术要达到最高水准所不可或缺的。

演出大型芭蕾的机会，像上周在科文特花园那样，非常之少。不过一旦演出，公众的支持是相当热烈的。就像歌剧的情况一样，它满足了社会部分阶层业已定型的趣味。在全世界歌剧院的节目单上都占有永久性地位的芭蕾舞剧目，会吸引很多观众。另一方面，实验性芭蕾，卡玛戈协会搞得并不少，并为此耗费了全部财力，但总是"赔本赚吆喝"。协会在过去三年排演的许多部实验芭蕾，每一部收入都不到支出的三分之二，甚至把卡玛戈会员的捐款都填进去也无济于事。因此协会演出这两部芭蕾名著——顺便提一句，其中一部阔别科文特花园已经超过一代人的时间了——是对现代芭蕾的背叛。它只会使了解情况的人感到冤屈或者认为是商业利益产生的竞争。然而可叹的是，这种不适当的情绪在艺术事业中却如此广泛。

至于第三种类型，室内芭蕾，对兰伯特女士和她的芭蕾舞团所作的贡献，我们一直抱赞赏和支持态度。但您的批评者是一位被善意的热情冲昏了头脑的轻率的朋友，如果按照他的建议，卡玛戈协会把兰伯特女士那种一架钢琴和十五根支脚的舞台组成的小型芭蕾搬到科文特花园的宏大空间里去，那么对兰伯特女士的事业也是一个无礼的取笑。

J.M. 凯恩斯

致《新政治家与国家(The New Statesman and Nation)》编辑的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信，1933 年 7 月 2 日

第三份材料是在卡玛戈协会举行了大量卓有成效的活动、为会员演出了六部舞剧之后终止了活动的情况下写的，即在为一般公众演出，并且为世界经济大会代表在科文特花园演出的那个演季结束之后。

卡玛戈芭蕾协会
1934 年度安排

本会于四年前成立时，佳吉列夫和巴甫洛娃刚去世不久，伦敦还没有别的芭蕾演出团体。协会的目的是为伦敦的舞蹈家和舞蹈设计者提供演出机会，保存脆弱的芭蕾传统。

维克-韦尔斯芭蕾舞团从建立以来就作为一个固定组织，和卡玛戈协会一样为舞蹈家和舞蹈设计者提供演出机会。另外去年夏天马辛率俄国巴兹尔先生芭蕾舞团（Monsieur de Basil's Ballet Russe with Massine）成功的访问演出（在根本上应归功于舞蹈设计者），也大大提高了演出水准，超出了伦敦公众的期望值，并使伦敦居民有更多的机会观赏芭蕾舞，剧目有传统的，也有新编的，该剧团是水平高超、组织得法的。

在这种情况下，卡玛戈协会认为自己如果不能为周日特别演出提供新的芭蕾剧目，就不会获得大的成功；如不增加开支，就无法赶上现在的芭蕾舞水平；如果不为舞蹈家和舞蹈设计者提供演出机会，他们就会因为缺乏练习，而才思枯竭。

因此协会决定用现有的和将来募集到的资财经常推出新的芭蕾剧目，提供给维克-韦尔斯剧团，在协会的一个剧院里演出并增加它的剧目积累。在这个意义上，协会的所作所为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是为了提高伦敦的芭蕾水平，而不是耗损艺术家的才能；会员们应当帮助维克-韦尔斯芭蕾舞团提高水平，让它不要像目前这样陷于严重的财政困境。协会相信会员们会为芭蕾艺术水平的提高尽心竭力，使协会的财力能够为新剧目提供更好的装备和更有才能的演员、舞蹈设计者、音乐家和美工，并从维克-韦尔斯剧团以外招聘到更好的客座艺术家。

为了实现这个目标，委员会有必要每年筹集一笔相当数量，但还不算过分的款项。今年的集资目标初步定在 500 到 1000英镑，这笔钱足够试行上述措施了。

因此委员会呼吁认捐人和英国所有的芭蕾爱好者各尽所能地捐款。协会接受任何数目的捐款。无论是 2 便士、还是 100 英镑，都会用于上述的目标。

协会赞助的维克-韦尔斯芭蕾舞团的演出将不考虑赠票给认捐人，他们只能自己买票。这个项目是让芭蕾爱好者出力帮助伦敦艺术发展的组织，而不是为他们获得低价戏票提供方便。不过所有的认捐人如果愿意，都可以被选为卡玛戈芭蕾协会当年的会员（在协会没有丧失法律能力，即债务没有超过资产一定比例的前提下），并可以享受剧团提供的一些特殊服务，如预约购票和免费观看彩排。

在这项呼吁得到的反映可以大致估计出来之前，委员会还不能明确宣布第一部剧的安排，只能预计在秋季上演。不过，我们正在与一位杰出的英国作曲家协商，让他有机会时写一部芭蕾舞剧。

赞同计划的人们，请尽快把捐款送交协会秘书哈维（J. M. Harvey）小姐，地址是曼彻斯特街 56 号，西 1 段（韦尔贝克 2171）[56 Manchester Street, W. I (Welbeck 2171)]。哈维小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姐等待着诸位送来姓名和地址，将来好把演出事宜奉告诸位。

凯恩斯关于芭蕾舞的最后一篇文章写于1938年，是关于卡玛戈在英国的继承者的。

向赛德勒韦尔斯芭蕾舞团(SADLER'S WELLS)的演出致敬

我写这篇文章时维克-韦尔斯芭蕾舞团在剑桥艺术剧院为期两周的演出正进入尾声。观众自始至终热情高涨。世界上没有几个剧团能在这样一座小城市里整整两周都满座，而该团引人注目的表演质量更值得赞美。这个剧团是由内涅蒂·德·瓦卢瓦女士建立的，在它还没有达到今天这样的盛况时，丽莲·贝莉斯(Lillian Baylis)也曾经为它提供过或多或少的支持。

剑桥的两周演出，使我得以在莉迪娅·洛普霍娃的指点和批评性观照之下来评估剧团的成就。洛普霍娃女士说，世界上还没有哪个剧团的作品和表演如此堪与圣彼得堡的旧皇家芭蕾舞团(the Old Imperial Ballet of St. Petersbury)相媲美。我们这个剧团在长长的演季中每周只到赛德勒韦尔斯剧院跳两到三场，主要演员——大多是年轻人——的素质和技巧是很难保持和发展的，因为在俄国，著名的芭蕾舞女演员很可能每晚都有演出，而且月月如此，我们剧团却做不到。但他们住处安定，并有相对的闲暇，可以增加一些重要的、有意义的新剧目。最近的一部成功剧目是由考费尔(Kauffer)加工、内涅蒂·德·瓦卢瓦主演的《将军(Checkmate)》。

通过从剧团自己的学校招收新成员，并从首次演出开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就把团员推上舞台去经受锻炼，只有皇家芭蕾舞团才有这样的条件。赛德勒韦尔斯剧团还明智地聘用了谢古耶夫（M. Sergueeff）担任芭蕾舞团总监（他曾经担任圣彼得堡芭蕾舞团实际上的总监长达四分之一个世纪。那个团的人现在都已作古，但其古老的教学和技巧传统却记在他脑子里带到伦敦来了）。

丽莲·贝莉斯和内涅蒂·德·瓦卢瓦在英国仅靠招收英国男孩和女孩就以惊人的速度建立起了一个国家级水准的芭蕾舞团，并且足以与世界上最好的芭蕾舞团媲美。

录自《第三届布克斯顿戏剧节（Buxton Theatre Festival）剧目》，1938 年 8 月—9 月

卡玛戈协会解散后，凯恩斯又投入一个更大的项目——剑桥艺术剧院中去。从当时的情况看，这个项目是有可能成功的。其中最有利的因素是皇家学院有意为本科生提供更多的娱乐设施，并且愿意为此提供剑桥国王广场（King's Parade）后面一块外围用地，因为到 1933 年剑桥还没有一家商业性剧院——新剧院（the New Theatre）变成了电影院，节日剧院（the Festival Theatre）也失去了有钱的赞助人。另外，业余剧社（A.D.C）舞台也毁于火灾。④

凯恩斯最初想让业余剧社和皇家学院赞同在学院规划的地皮上建一座剧院，没有成功。他转而请求学院把剧院的地皮出租给一个由他担任主席的校外团体。在学院原则同意该项计划之时，凯恩斯于 1934 年 12 月组建了剑桥高级艺术剧院有限公司（the Arts Theatre of Cambridge Limited）。虽然有意投资的剑桥居民比预期的要少，凯恩斯仍然渴望为这项事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业承担巨大的经济风险。最后他买下10000英镑的剧团股份，并筹集到19,450英镑。1935年整年都用于建剧院，1936年2月剧院开张，由维克-韦尔斯芭蕾舞团举行庆祝演出，然后是一个专演易卜生戏剧的演季，莉迪娅主演《玩偶之家》和《建筑师》、简·弗布斯-罗伯逊(Jean Forbes-Robertson)主演《海达·高布乐(Hedda Gable)》和《罗斯莫庄(Rosmersholm)》。凯恩斯仍以他特有的方式——不署名的评论来介绍该季上演的易卜生戏剧。

易卜生的中期作品

1879年，50岁的易卜生正沉浸于诗剧和社会剧的创作。1879—1899年间他创作了11部散文剧，确立了他作为19世纪最伟大剧作家的地位。他于1906年去世。这十一部戏剧中的四部将于2月17日到29日之间的两周内原汁原味地搬上舞台。

最伟大的戏剧往往都是这样：它们可以让人理解、欣赏，但实际上完全是出于感觉，牵涉很多特殊因素，而且各人理解的层次深浅不一。在表面层次上，它们可以被视为精心构建的现实性戏剧，都是情节剧，用激动人心的情节来反映当代挪威生活——超过了皮尼洛(Pinero)所说的"问题剧"。从这个方面说它们决没有沉闷和令人难以信服的段落，这是这几部戏的天才之处。所以它们应当按照当时(即18世纪80年代和90年代)的习惯来表演，仅在女子服装上作点改变，像我们这次双周演出那样。

同时这四部戏还可以看作对当时社会现象的深刻剖析，它们反映了现代女性的出现：娜拉(Nora)第一个维多利亚式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的传统妻子要求有自己的严肃生活；丽蓓卡(Rebecca)第一个从古代道德束缚中解脱出来，勇敢地确立了自我中心，她的愿望仍然是冲击变化缓慢的环境(正如易卜生准确地预见到的那样)；海达(Hedda)作为社会妇女第一个发现她的自由之中只有厌烦和那些感情粗糙的人的妒忌；希尔达(Hilda)则是第一个徒步旅行者和漂泊者。

但这些并非最深层次的意义。它们虽然与当代的氛围和问题都有一定距离，但是作为个性悲剧，都以诗人的想像力和小说家的洞察力揭示了人类主题的深度和裂痕。如果这几部戏有时候会让人感到痛苦，那是因为易卜生的洞察力过于深刻，连我们对自己也要掩饰的那些角落，他都能一览无余。

而且，这几部作品尝试了新的文学技巧，因而在戏剧艺术方面也具有相当的重要性。易卜生在专门写作散文剧的时候仍然把自己视为诗人。这些剧作都可以当作诗歌来读，包含着最纯粹的审美内涵，符合严格的写作规范。易卜生高度纯熟地运用了主题、当时的特定习语和象征，尤其在《罗斯莫庄》和《建筑师》二剧中为多。而这种手法在他晚期作品中又有新的发展。他剧中的很多象征代表着北欧的超自然力量和魔幻，北欧海盗、洞窟怪物，还有在树根之间跑来跑去的小“救助神”，都与我们童年时代从北欧民间传说和神话故事中获得的想像一致。但它们又都服从于严格的、不可违背的法则。不可见世界的感觉从不冲撞或妨碍现实生活的真实性和完全自然的、常识性的表述。非现实世界只是从联想、倾听而感受到的，如果它被强调得清楚明白，可望而又可及，就会过分突出甚至庸俗了。

这几部戏经常一起或分别上演，但是至少四分之一个世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪以来，还是首次有机会让当代戏迷整体感受易卜生的戏剧艺术，或者说感受一下他的中期风格(因为易卜生的最后三部剧作这次不上演)。这四部用的英文译本由威廉·阿切尔(William Archer)执笔，只作了少量修改。可能有人会指责他的译本在某些地方文字古怪、非口语化；但是对易卜生的挪威语台词亦步亦趋的翻译(这种译本就是)也许能把原著的精神更好地传达给英国观众，意译和不精确的译本固然更为方言化和英国化，但也更可能使原著失去光彩。

录自《易卜生演季剧目》，剑桥艺术剧院，1936 年 2 月

到 1936 年为止凯恩斯一直热情投身于英国的文化生活。这种参与在他的一些作品中得到反映。

1936 年 5 月，凯恩斯为英国广播公司(B.B.C.)的“图书与作者”系列节目提供了一篇讲稿，1936 年 6 月 1 日播出。经过编辑的讲稿于 6 月 10 日在《听众》杂志上发表。以下引录的为实际播出稿，括号中为杂志发表时删除的文字。

论读书

阅读的第一步——我想你们会同意——是会阅读。根据现行的法律，我们都应该学会阅读。警察局官员如果发现证人是文盲会大吃一惊的。然而事实上相当多的人，甚至包括受过高等教育的专业人士，在阅读方面都有困难。我的意思是他们阅读起来既慢又吃力，阅读对于他们来讲很累人——他们读书可没有呼吸那么容易。另一方面，我希望你们中的大部分，即便并不靠读书吃饭，也能拥有这项巨大的财富——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以毫不费力地阅读。获得这种能力，不论早晚——你们中的大部分人都可以通过实践获得这种能力——就是阅读的第一步。我强调这一点是因为很多人认为他们会阅读，实际上却不会。他们不知道自己与一个受过训练的读者相比差距有多大。我们常常认为一家人的阅读能力比较接近，实际情况也不是这样。把你自己和朋友、邻居比较一下，首先看看你是否真的知道怎样阅读——是否像我所说读书如同呼吸那么容易。[报纸是学习快速阅读的好材料；不想太耗费时间的人都应该学会浏览。]

学会浏览又正常阅读一本书后，该做些什么呢？我恐怕会建议你们大部分不必去读当代小说。我在懒散放松的时候都不太在意它们，更别说进行严肃的思考了。它们对我既没有教育或安慰作用，也不能让我得到提高。当代小说作者几乎都喜欢把随处可见的思想垃圾塞给读者。他们的作品连废物都够不上。废物还可能讨人喜欢，而且实际上是我们日常生活中的必要部分。我读报纸就因为它们绝大部分是废话。但是当代的劣作只要看一眼就昏昏欲睡，[那样繁冗、低级、浅薄、晦涩，那样误解、瞎扯、畸形，那样混乱地处理人类的希望和生活；而且]没有悠久的自我表现传统和习惯的支持（这些传统和习惯能使二流的东西也变得怡人）。所以如果你们想读一本严肃的小说，还是读一些从前的作品吧——至少是十年以前的。[近些年的小说不好，可读性也不如简·奥斯汀(Jane Austen)的《爱玛(Emma)》、托马斯·哈代的《德伯家的苔丝》或福斯特(E. M. Forster)的《看得见风景的房间(A Room with a View)》之类名著。我只是一般性地举些例子，建议你们首先读一读他们或同一档次的作家的作品。]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，出于方便，你们有必要认识一批我们时代为之骄傲的作者，他们毫不矫饰、技巧高超、有创造力、内涵丰富，是天赐的悦人的表演者。其中很多人都是最受人们喜爱的。我自己偏爱的有爱德加·华莱士(Edgar Wallace)、阿加莎·克莉斯蒂(Agatha Christie)、沃德豪斯(P.G.Wodehouse)。我用不着举特别的例子，这些人你们都知道。他们中每一位都具有受读者喜爱的美德，他们异彩纷呈的作品都具有同样的优点。这些作者都有纯洁的道德、决不欺骗捏造，或定居或迁移，都过着宁静、崇高、孤寂的生活，远离现实社会的虚伪交际，每个人都在幻想世界里遵循着上帝的法则向天堂迈近。没有比读他们的书更堪称赏心乐事的了。

某类作品在某个时代兴盛的标志是即使其中的二流作品也颇有长处。回忆录和传记就是明证。[也许利顿、斯特雷奇(Lytton Strachey)说的有道理：上一代人受制于束缚和节制，而现在社会环境已日渐宽松，允许有点儿真实性和个性存在，也允许表现生活的多姿多彩。弗吉尼亚·伍尔夫(Virginia Woolf)读过所有的当代的自传和传记，她告诉我其中十分之九可以一读。]我们这一代人差不多都在以某种方式学着写回忆录或自传。老式的风格是一大堆奇闻佚事的杂凑，而且作者把自传看成唠叨自己那些得意往事的最后一次机会。今天的作者则要高明得多了。我可以提出好多：劳拉·奈特(Laura Knight)的《油彩与油漆(Grease Paint and Oil Paint)》，爱莉诺·法尤恩(Eleanor Farjeon)的《九十高龄的保育室(A Nursery in the Nineties)》，都是今年春季问世的出色作品。三四年前出版的卡萨维纳(Karsavina)的《剧院街(Theatre Street)》也是一本好书。还有很多讲述战时引人注目的名人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活的书——如果用老式写法是没法读的——也非常引人入胜。我尤其喜欢其中一本不起眼的书，《韦斯特尔·威姆斯勋爵传（the Life of Lord Wester Wemyss）》，是勋爵的妻子写的。[5]但是，[正如弗吉尼亚·伍尔夫所说，]这个社会等级的人可以胡说八道；如此令人赞叹，如此动人心弦，塑造出了不起的人生模范，差不多是家庭妇女的白日梦，或者说神经错乱者的白日梦，这就是现代小说的大路货。在这类书中值得一提的是温斯顿·丘吉尔（Winston Churchill）引人入胜的历史著作，它也是一部战争时期的回忆录。[6]我最近还读了两部不错的小说：阿克雷（J. R. Ackerley）的《印度假日（Hindo Holiday）》和戴维·加涅特（David Garnett）的《帽环（Beany Eye）》，这两部书实际上都是自传片断的连缀，内容混杂。但是书中也有真实生活的一鳞半爪。另外我们还准备少而精地读一些个性鲜明的喜剧，表现的是我们成长的时代——爱德华时代的魅力和安全感。早期维多利亚时代的幽默文学现在看来已经略显陈腐、做作和老套。但爱德华时代并不遥远，我们能很快地明白剧中的暗示，并从虚假中看出真实。我们只想了解爱德华时代的大致特征，别的只要自己回忆就行了。我们怀念着战前的迷人岁月。[我们需要的只是对过去生活的一点儿暗示，几张旧照片就能唤起我们对从前吃过的饼干滋味的回忆，并唤回爱德华国王和亚历山德拉女王（Queen Alexandra）时代似乎存在过的全部内在感受。]

[这类作品的相对出色，也许可以这样来解释：艺术越来越少了，我们今天已经难以拥有；那么退而求其次，我们只想拥有真实和切身经验。但在回忆录和自传中，我们似乎找到了写出好效果的诀窍：尽可能多地记录事实。如果做到了这一点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何时代的传记都会讨人喜欢。有一天我在一份书目里(这本书出版于 1931 年,但好像没有引起公众的注意)发现了 16 世纪意大利物理学家、哲学家和数学家杰罗姆·卡丹(Jerome Cardan)的第一个英译本自传,这是最早以坦率自陈和自我揭露著称的自传,并且是这类自传中引人注目的例子。]

当代诗歌中没有太多值得推荐的。但我们还是要推许一位诗人,英裔美国人爱略特(T.S.Eliot),我相信,如果我们注意倾听他的声音,他将会更加声名远扬。我们要谈到他的两本书——一是《大教堂里的谋杀(Murder in the Cathedral)》,内容并不像题目那样耸人听闻,而是关于谋杀托马斯·阿·拜基特(Thomas à Becket)事件的宗教诗剧;二是《1909—1935 年诗集(Collected Poems 1909—1935 年)》[爱略特先生说其中收录了他本人愿意保留的全部诗歌]。我相信爱略特是当代的杰出诗人。他的诗歌继承了音乐和意义合一的伟大传统。爱略特的潜在含义和引喻常常是模糊的;但他具有最罕见的天赋——诗人的耳朵,他的句子的音乐性在读者稍稍熟悉之后就会呈现出来,他在这方面的技巧可谓变古出新,并使词藻和意蕴融合起来。

汪洋、沙滩、白石、岛屿
浪涛拍船头,
松树之馨香,鸫鸟之鸣唱,穿越层层冷杉树
如此景象又闪回
哦,我的女儿

现在许多知识失去了从前的风光,不再流行了。人类学和早期文明史差不多就是这样,不过,人们始终热衷于收集奇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

闻趣事;[甚至当其中一些事实还处于专家争论之中,阅读这些东西都会增进我们的智慧;——例如利基(Leakey)的《亚当的祖先(Adam's Ancestors)》、迈尔斯·伯基德(Miles Burkitt)的《旧石器时代(Old Stone Age)》以及伍利(Woolley)博士关于苏美尔文明(Sumeria)的文章。这些题材都很有意思,希望一般读者选读,看看是否符合自己的趣味。]但是像哲学和物理学之类东西眼下对你们就没有用,关于哲学和物理学的流行读物能蛊惑人心,最好也敬而远之。至于心理学那样激动人心而又危险的科目,我不清楚该归到哪个种类里了。而我自己的专业,政治经济学,恐怕对一般人并不适合;虽然政治经济学家当中有些人频繁亮相,口若悬河。不过这里有一本政治经济学方面的书,每一位严肃的公民最好都读一读——西德尼·韦伯(Sidney Webb)夫妇对《苏联共产主义》全方位的描述。该书篇幅宏大,很难说是一本通俗读物,但若读者只求粗通大意应不会有太多困难。最近俄国发生了急剧变化,纸上谈兵与实际情况恐有天壤之别。苏联新体制已经具有相当的透明度,可供观察。结果令人印象深刻。苏联的改革者不仅超越了革命阶段,也超越了教条主义阶段。苏联和其他国家的社会主义体系不同之处在于它的所作所为和马克思及马克思主义并没有什么关系。他们正致力于繁重的管理工作,要在占世界陆地面积六分之一的广阔疆域内,让一套全新的社会经济法规顺畅有效地运转。管理方式仍将根据实际情况迅速调整。他们正在推行任何不存偏见的统治者所尝试过的最大规模的帝国主义和经验主义。此时韦伯夫妇让我们看到了事情发展的方向,以及可能发展到多远。这是一项吸引人的工作,因为其中包含着关于当代社会变革的重要而有趣的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息。它使我产生了强烈的期望：我们借助苏联会弄清楚如何把不定的试验准备状态和政治、经济方式与法规的变化联系起来，同时又在感情和实践的一切方面保留传统主义和一种谨慎的保守主义，保留人类经验所凝聚的一切。

[最后，请允许我以一位老读者的身份，向那些正学习阅读但仍不得要领的人们提一点建议，作为谈话的结束语。可以这么说，阅读者应该对书本身有广泛的感性认识。他应该用全部感官去感受它们；应该知道它们的触感和气味。他应该学会如何持握书本，让书页在手中沙沙作响，并在几秒钟内就对书的内容得出第一印象。经过一定的时间之后，他应该接触到多则数千倍，少则十倍于实际阅读量的书。他应该像牧羊人扫视羊群、牧牛人看管牛群那样，对书迅速一瞥就可以做出判断。他应该和比实际所读更多的书共处，其中有一半是没有仔细阅读过的，但他知道其一般性质和内容，这些书围绕在他身边。这就是图书馆的功能，私人的或公共的，个人自有的或他人的图书馆。这也是好的书店的职责，不管是新书店还是旧书店。这样的好书店还是存在的，而且还会多起来。书店可不像铁路售书亭，人们去铁路售书亭时知道自己要什么，而逛书店时目的并不明确，恍如梦中，看上什么买什么。在书店漫步，沉浸于自己的好奇心之中，是午后的好消遣。逛书店不必有羞涩和不安，书店就是让人逛的，书商欢迎人们去逛，他知道人们逛的结果就是掏钱。这是一个从小就应该养成的习惯。]

1936 年 5 月，英国广播公司再次与凯恩斯接触。

阿克雷致凯恩斯的信，1936 年 5 月 27 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亲爱的凯恩斯：

我正在为夏季的《听众》杂志组稿，主题是“艺术与国家”。拟出这个题目是想调查一下国内外现代艺术与社会危机的关系。这里说的艺术，也许可以解释为绘画、雕塑、建筑，以及其他一些艺术形式，例如狂欢庆典中的化装游行。我选择了意大利、德国和俄国，要求作者描述他们各国不同政体之下艺术的作用；在法西斯主义、纳粹主义和社会主义政体下艺术的目的是什么？它们的成就如何？——简而言之，从他们的观点看，艺术与国家的关系是怎样的、或者应该是怎样的。我认为，并且希望您也同意，这是一个有吸引力的题目。

经研究，我邀请斯塔茨科米萨·汉斯·辛克尔(Staatskommissar Hans Hinkel)来谈纳粹的观点，他最近被戈培尔(Goebbels)任命指导德国文化事务。(我认为他已经接受了我的约请。)关于法西斯和社会主义的理论，我已分别写信给尤戈·奥杰蒂(Ugo Ojetti)和维克托·拉扎列夫(Victor Lazareff)。乔治斯·杜修特(Georges Duthuit)可能会写法国的；而肯尼斯·克拉克(Kenneth Clark)可能会为整组文章写一篇总结。现在还要一篇导言性质的文章，我考虑是否劳您的大驾？我想这篇文章应该按照普通知识分子的想法来谈艺术与国家的关系问题，因此最好由一位对此感兴趣的圈外人士，比如您本人来写。我真切希望您愿意接受我的建议，并给我提出宝贵意见，我将不胜感激。

你真诚的，

J.R. 阿克雷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯致阿克雷的信，1936 年 5 月 28 日。

我亲爱的阿克雷：

如果我不接受您的约稿，将来会感到遗憾的。您建议的文章，我确实有兴趣，并且不打算推辞。

我想您说的艺术不包括歌剧、芭蕾舞和戏剧，对吗？

19 世纪的民主政体没有保住国家的庄严和尊贵，我认为这至少是它们衰落的诱因；我要谈的就是这个问题。您的意思也如此吗？

你真诚的，

J.M. 凯恩斯

阿克雷致凯恩斯的信，1936 年 6 月 12 日。

亲爱的凯恩斯：

蒙您应允撰写导言，我极为欣喜。现在我可以回到"艺术与国家"这个主题上来了。与您谈妥之后，我就可以专心等候国外的回音——它们也该来了。

戈培尔新近任命的文化指导，斯塔茨科米萨·汉斯·辛克尔，将为我提供一份对德国民族社会主义（German National Socialism）艺术政策的阐释，照我理解其政治论点就是承认"德国艺术事务的领导者个人"即他本人的权威；车尔尼亚夫斯基（L. Cherniavsky），苏联文化关系协会代理主席，回信说他手头就有材料；乔治斯·杜修特已经同意谈谈法国的情况。

只有意大利迄今尚无答复——不过，若是我约的第一位撰稿者塞维里尼（Severini）拒绝，我还可以找马里内蒂（Marinetti），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除非意大利的政治形势严酷得连一篇艺术文章都寄不出来了。我请求所有这些人士告诉我，在他们各自的政体之下，艺术与国家之间的关系，在理论上和实践上都是什么样子，建立这种关系的目的是什么，它如何运作，以及它的结果。

我把艺术限定在绘画、雕塑和建筑，以及某些新形式，如化装游行，当然也可以包括歌剧、芭蕾、戏剧，甚至电影，如果您觉得在您这篇导言中有必要论及它们的话。我排除这些门类只是考虑到篇幅，所涉不宜太泛。但我还是很赞同您的导言中包括这些内容，而且毫无疑问，您还会考虑商业海报等门类。这些内容，泰伦特(Tallent)一向感兴趣，我想您读了我随信附寄的他这本小册子也会感兴趣的。

我相信您的导言中将讨论的这个主题非常有意思，现在我已经按捺不住地想读了。我希望从 7 月 29 日开始刊发这组文章，通常应在发稿前两星期收到稿子，即 7 月 15 日；但如果您有可能再提前一星期交稿——7 月 8 日——那就更好，我急于把这组稿子编完，以便让肯尼思·克拉克写总结。另外还有个问题——您是否能为文章配上插图？我刊编辑总喜欢文章配有插图，所以如果可行，并且您也同意，请告诉我您想要哪些图片，我好着手去找。

最后，我们还要谈谈稿酬。10 畿尼您满意吗？

你真诚的，

J.R. 阿克雷

凯恩斯致阿克雷的信，1936 年 6 月 14 日。

亲爱的阿克雷：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我会及时把文章交给您的。您可否告诉我大概的文字量？至于插图，我不太善于找图片，不过贵刊的图片部看到文章后大概就可以配上图片了。插图和文字量是否有关系？

稿酬是个比较微妙但又是原则问题。我的作法是区别对待非赢利性文章(不管报酬多少我都接受)和赢利性文章。对于后者，我多年来的习惯是根据情况开出不同价码，从每个字6便士到1英镑都有，有时还要高些。碰巧现在正有人要我写一组文章，一周100英镑，折合每字8便士，若是我还价，还可以提高，但我还打算推辞呢。

我想《听众》是赢利性的杂志。如其不然，它就不会是现在这个样子。我假定它是赢利性的。我想您开的价应该接近我通常的下限数字，也就是大约6便士一个字。不过如果您根据自己的喜好略作调整的话，我也没有意见。

你真诚的，

J.M. 凯恩斯

阿克雷致凯恩斯的信，1936年6月16日。

亲爱的凯恩斯：

非常感谢您的来信。我完全理解您在稿酬方面的原则和惯例，但是《听众》的情况和您的印象正相反，它不是一份赢利性杂志。在1929年1月创办这份杂志时，英国广播公司就和出版委员会(the Publisher's Committee)就全国出版和印刷股权事宜签订了合同——合同确定的原则就是《听众》杂志不应该赢利，一旦它的收入超过了支出，就减少广告刊载量。因此《听众》对公司的收入并无贡献，它不应该列入赢利性杂志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道了这一情况之后，您是否可以考虑接受较低的稿酬呢？

这篇文章要求字数不超过2,000，配3幅插图。如果不配插图，文章当然就可以稍微长一点。

你真诚的，

J.R. 阿克雷

凯恩斯致阿克雷的信，1936年6月18日。

我亲爱的阿克雷：

我对您6月16日信中所谈之事很感兴趣。但是，如果我接受比常规为低的稿酬标准，对任何人都没有好处。对《听众》杂志、对英国广播公司、对公众都没有好处，只会让潜在的广告客户裹足不前。我以为这样做对一家没有丰裕财政来源的出版物来说恐怕助益不大。我最感困惑的是这竟然是与出版委员会签订合同的结果。因为如果没有这项合同，您就可以自由地专款专用来提高稿件质量，而不是把钱锁进英国广播公司的保险箱，显然这将会大大提高贵刊的竞争力。如果出版委员会想避免竞争，应该限定《听众》的利润率不得超过定价的某个比例才是！

说明了这些看法，也说明了低稿酬对您、对我、对约翰爵士、对听众、对纳税人、对任何人都没有好处，我仍然悉听尊便，只建议双方都接受25畿尼的稿酬标准。坦率地说我写作决不是为了钱，写作也不再是我的财源。但是作为作家工会的成员，并考虑到我的一贯做法，我实在不能违背原则。

你真诚的，

J.M. 凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿克雷致凯恩斯的信，1936 年 6 月 19 日。

亲爱的凯恩斯：

您的信改变了我的想法，我很乐意思考一下英国广播公司的行为，因为不必让《听众》赢利，它就甘于蒙受损失？英国广播公司经营《听众》的目的，是让它作为一家非赢利性机构来运行，不管是否会造成财政损失，前提是这笔损失将从执照持有人的口袋里掏。这就是说，如果您接受较低的稿酬标准，对广大听众还是有好处的，因为这会有助于《听众》做到收支平衡，使它不必依赖执照持有人的资助。另一方面，如果您争辩说比您通常标准为低的稿酬对任何一方都没有好处，如果您的原则适用于所有的非赢利性事业，那么我们也可以满足您的要求。也就是说，您为任何类型的慈善事业或者公共服务机构写稿，收费都不能低于这一标准。而实际上，医生和其他专业人士在为非赢利性企业和为正常赢利性商业企业工作时，都会考虑区别收费。这样做也不会妨碍潜在的广告客户登广告的意愿，既然他有可能花同样多的钱到别的报刊去做广告，那就让我们的竞争者受益去吧。最后，我把您的要价减到 20 畿尼如何？

你真诚的，

J.R. 阿克雷

凯恩斯致阿克雷的信，1936 年 6 月 23 日。

亲爱的阿克雷：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的信是建立在这样一个前提之下：贵刊的广告收入限定在某个标准之下。我还假定广告客户在每周的出版物上花的钱不是固定的，而决定于他们对广告产生的价值的看法。

当然，我的论点只是针对一家蓄意减少收入的非赢利性企业。像你们这种奇怪的机构，据我所知没有第二家。

你真诚的，

J.M. 凯恩斯

凯恩斯致阿克雷的信，1936 年 7 月 3 日。

我亲爱的阿克雷：

我已经完成了您所约文章的初稿，在此一并附上。如果文章的长度还要变动，请告诉我。

至于插图，要找几张合适的图片并不难。不过我自己不太善于找图片。贵刊的图片部能否代劳？我只有一点建议：最近四到五周的《泰晤士报》上有泰晤士河的一幅照片。说明文字是泰晤士河景观将被投机的建筑者糟蹋掉。这幅照片和照片下的文字，如同登载在《泰晤士报》上的原状，就可以作我的一个观点的好插图。不过我还是乐意听从贵刊专家的意见。

写了这篇文章之后我又产生了一个想法，也许不妥——我打算将它播出。因此我冒昧地想送一份副本给乔治·巴恩斯(George Barnes)，虽然根据我对您的约稿信的理解，这组文章将完全不用于播出。⑦

你真诚的，

J.M. 凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艺术与国家

自古以来，人们就知道，公众需要面包，也同样需要马戏。当政者除政策考虑之外为体现荣耀和自我满足，会投入大量国家财富用于纪念活动、艺术品和豪华建筑。这样的政策、习惯和传统并不局限于希腊和罗马。人类自从用双手劳动以来，从有文字纪录的时代之前，就开始了艺术活动，并且不断地变换艺术形式、达到各种各样的目的，从大石栏到索尔兹伯里大教堂(Salisbury Cathedral)，直到克里斯托弗·列恩爵士(Sir Christopher Wren)、路易十四和彼得大帝的时代，莫不如此。18、19 世纪富裕的贵族保持着一种私人的、自尊的、纤细的方式，这也成为统治者和国家的礼仪，而教会则有点儿没落了。但在 18 世纪也出现了一种新的国家、社会功能观，在 19 世纪达到顶点，直到今天仍在影响着我们。

这种观念就是实用的和经济的——几乎可以说就是金钱的——理念，成为社会整体的唯一体面的目的；这大概也是文明人所听到过的最卑劣的异端邪说。面包，只是面包，甚至比面包还便宜的东西。只要有复利就能变成宝石。诗人和艺术家对此异端只偶尔发出一点微弱的声音。康萨特王子(the Prince Consort)是最后一位上层的抗争者。但是财政部的观点终于胜利了。这种观念不但在实践中盛行，在理论上也同样强大。我们都认定国家为非经济目的花半文钱都是不道德的。甚至教育和公众健康也只能在享受者“付钱”的前提下与经济挂钩，才说得过去。我们还为算计是把牛奶倒到沟里好还是给学童们喝好之类问题而弄得晕头转向。只有一项从英雄时代遗留下来的事业——战争——不计较花费。而战争恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怕有朝一日也得自称是出于经济目的。如果在某种情况下非经济的开销增加了,公众就会一片哗然,这类开销只能沿门托钵,请求私人施舍。

如果我们对这类开销的用途不是太习惯,要花钱就得作出种种保证。一个突出的例子是,要保护乡村免于过度开发,就得摆出种种理由如健康、娱乐、乐趣或自然之美。这个例子特别能够说明我们沉溺于糟糕的国家理论中,不仅因为它牵涉到全部国家财富,(虽然顶多只是从一个人的口袋转移到另一个人的口袋,)而且因为当前再没有其他事情的重要性和紧迫性在全国上下获得如此一致的认识。如果悬崖的延伸,泰晤士河的奔流,山坡的倾斜都可以任人蓄意破坏,那么要在这个国家防止犯罪和按劳付酬也就不可能了,因为这样不经济。也许没有人会比首相更多地考虑犯罪问题,但他是财政部那帮小人的奴隶。除了给《泰晤士报》写信和沿门乞讨以外他也没有任何办法。他甚至协助管理一项私人施舍基金,该基金是由一名外国人慷慨捐助的,人们得经常请求这类捐助用于保护莎士比亚的艺术之类目的。今天我们的对责任和目标的理解、国家的诚信和荣耀都已经跌落到这般地步了。

要保存前人遗留的艺术瑰宝,得依赖不稳定、不充裕的个人捐款。这些个人比团体更具有公众意识。既然英国最有价值的建筑之一、有两千年历史的林肯大教堂(Lincoln Cathedral)业已倒塌,而财政部竟以为动用公款修缮保护它是不经济的,那就不能想像国家的权威会体现在巴比伦空中花园(hanging gardens of Babylon)、金字塔(phramids)、巴特侬神庙(parthenons)、体育场(coliseums)、大教堂、宫殿,甚至歌剧院、戏院、柱廊、林荫大道和其他公共场所之中。今天在公共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建筑方面最大的成就是公路干线，它在经济需求的旗号下得以实现；而在古代由于有专门的税收用于修路，路都修得出奇的宽。

如果一代人想通过庄严华贵的形式表现其精神，并在时间的进程中留存其精神，那么转瞬即逝的庆典甚至比永恒的纪念性建筑更加重要。表演和娱乐活动能使普通人在工作之余感到愉快、放松，能使人感到是社会的一员、一部分，比他自己独处时更优秀、更有才能、更杰出、更无忧无虑，这是其他任何东西都达不到的效果。我们的经验清楚地表明，如果基于利润和经济成功的目标，这类事情就办不成。公共娱乐是天赐之物，出于牟利目的滥用它造成的糟蹋和很可能带来的破坏，是当今资本主义最大的罪恶之一。那么国家如何扮演好它所宣称的适当角色呢？只有通过试错法来认证。但是任何办法都要比现行体系为好。现在，各门类艺术家的地位都很可怜。艺术家对自己作品的态度决定了他很难用经济眼光看待它。他的精神状态与一个以生计为主要工作目的的人截然不同。艺术家必须作出选择：要么经济上失败，陷于作品和金钱的关系的困惑；要么贪图钱财，只求作品能卖出好价钱。他需要经济上的安全和足够的收入，然后才能既作公众的奴仆，又当自己的主人。帮助他是不容易的，因为他需要时代的精神回报，这是可遇而不可求的。我们能给他提供的最大帮助就是营造慷慨、自由、公正、宽容、实验和乐观的气氛，这些都会有助于他。如果我们只盯住眼前，对未来毫无希望和信仰，这种气氛会把艺术家压垮。

在确定国家应扮演的角色之前，我们至少不应再像一些清教徒的遗老遗少那样，对公共娱乐事务横加障碍。根据战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后形成的惯例，我想大多数人会同意——不管还存在什么分歧——英国广播公司是我国最大、最成功的公共娱乐机构。然而即便是英国广播公司也可能有难言之隐。一个确凿的事实是，该公司并不像人们想像的那样从政府获得巨额津贴，相反还要交纳相当数量的税。广播是一项崭新的、困难的业务，要求有相当大的规模、高昂的花费、并有能力调整国家与公共娱乐艺术的关系。它对一般公众的娱乐和教育作用，比所有其他传媒加在一起还要大。但是，即使在它初创和最不稳定的阶段，政府也把它当作一家理所当然的纳税户。财政大臣从这样干瘪的果子里也能榨出油水来；虽然这种负担违背公平精神。英国广播公司的税务负担只是一个极端的例子，政府对音乐、歌剧、所有的剧院艺术也都一视同仁地课以重税。

建筑是最具公共性的艺术，最少私人性、最宜于体现公民的骄傲和社会的一体感。其次是音乐、各种剧场艺术造型和图像艺术——雕塑和装饰可以附于建筑，至于诗歌和文学，它们更具个人特性，国家很难特意去鼓励私人性和个人性的艺术，幸好它们也不特别需要国家的鼓励，因为它们不需要机构和有组织的社团才能提供的规模和花费。但是还有一项活动必须具有公众性，并且正因为如此和前面说的情况，现在沦落到几乎完全废弃的地步——这就是公共表演和纪念活动。继承和保持珍奇的古代艺术需有好古之心。人类的一切行为方式，再没有比自我表现更美妙的。如今这些艺术被视为可有可无，因而为其破费也是不合理的，而且公众从中获得的满足也被看成原始的、至多是孩子气的，对严肃的公民毫无价值。

对公共表演和纪念活动的这种看法流行于西方民主国家：美国、法国、英国和英国的自治领域，我的意思是不应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忽视这种艺术的衰落。谁愿意放弃与周围群众一起参加纪念活动、表达共同情感、甚至只是分享一种简单的喜悦之情的机会？我们会认为这种情绪是原始的、孩子气的、或者糟糕的吗？没有理由这样说。提供适当机会让最普遍的大众需求获得满足，应该是政府艺术管理活动中的重要事项，如果一个社会体系忽视这一点，就容易出问题。最近的国王登基25周年庆典，原来由当局按一般规模策划，要举行人们久违了的长时间公共演出和纪念活动，尤其是在伦敦以外地区，可以提供一次机会，展示万众汇聚、全民一心的盛况。群体激情可能是极端危险的。但也正因为如此才需要加以引导和满足，而不能视而不见。对公众生活的这一方面我们已经忽视太久了，几乎不知道在这代人的精神价值和满足中如何保存它，因此我们应当满怀兴趣地阅读一些欧洲国家经办这些事务的人们的出色文章，这些文章会讲述他们运作的方式，以及国家与艺术、娱乐和纪念活动的一般关系。

我相信，俄国、德国和意大利，正是由于重视这些艺术而显示出当权者的力量。这些艺术对它们来说具有真正的价值；而民主国家如法国、美国、英国，则正是由于不重视这些艺术而显得软弱。如果这些艺术成为——实际上它们多少就是——一个侵略性的种族或国家的精神因素，那是相当危险的。这些艺术形式的确是表现人类团队精神的良好方式。现在海外流行的许多公共庆典和纪念活动都给我们以震撼。当我们读到有关材料时，都感到它们具有强迫性、做作、宏大而夸张，有时极端荒谬。但我们还是想知道更多。这是国家的一项古老功能。我们把政府在绝大多数情况下都应该重视的一种艺术，基本上打入另册，以为只适合儿童和原始人。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样做是正确的吗？这个问题，以及关于国家与艺术关系等更广泛的问题，就是这组文章的主题。

我们的现行政策是某种政治哲学的反映。我觉得这种哲学是完全错误的，并且它最终甚至还会破坏我们社会习俗的稳定。如果我们改变这种哲学，政策也应作出相应改变。我已经表明了我所选择的观点，现在作为本文的结尾，还要作两点阐释，也作为转变人们观念的范例——

(1) 应建立一个公共场所委员会，它有权阻止任何土地开发或对现存建筑物的任何改变与破坏，只要它认为此类行为有损公共利益；它有权批准与环境协调的适当建设，否决不适当建设。同样，对符合公众利益的土地和建筑的修缮、保护和获取，委员会也有财力支付所需费用。

(2) 应正式建立补偿金制度，以保证公共基建中的装修和大规模重建质量并使主要城市景观不受破坏。以伦敦为例，我们应把泰晤士河南岸从伦敦郡议事厅(the Country Hall)到格林尼治(Greenwich)的大部分现有建筑拆掉，将其改建成世界上最华美、最宽敞、最有益于大众健康的地方。目前的空间利用是如此糟糕，本来，只占用一半或更少的地皮，就可以让同样多甚至更多的人享受现代化的舒适住宅，其余地皮用于公园、广场和游戏场地建设，有湖泊、有怡人的花园和林荫道，充满了技艺和幻想的乐趣。为什么整个伦敦就不能变得像圣詹姆斯公园(St. James' Park)及其周围那样美呢？将来泰晤士河会变成世界最著名的景观之一，两岸排列着众多高地和建筑。伦敦南部的学校应有庭院、柱廊、喷泉、图书馆、画廊、餐厅、电影院和剧院，构成大学的庄严气氛。这类规划应该尽量丰富多彩。我国所有的建筑师、工程师和艺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术家都应有机会实现他们多样的设想，没有不满、障碍和幻灭，却充满了平和、满足的复兴精神。

我希望这项事业能跨越“财政”障碍，就是说人力和物力应有保证。物力供应充足保证了工程的进度，但是以进度为目的也是不明智的。最好的建筑都是在批评家的挑剔和设计师的监督下逐步规划和建造起来的。我们将按照可能达到的合理速度来改变伦敦和其他城市的面貌。如果具备了这些条件，此项规划就一定会丰富我们的国家，并把社会财富的潜力转化为现实。

录自《听众》，1936 年 8 月 26 日

凯恩斯于 1937 年患病，除了与艺术剧院的联系外，基本中止了这类活动，但他在卧床期间也写出了有趣的文章。

致斯蒂芬·泰伦茨(Stephen Tallents)的信，1937 年 7 月 12 日。

亲爱的泰伦茨：

我不幸患病卧床已数周，身边只有无线电收音机相伴，整日收听各种节目。故此与您谈谈我对您节目的一点感想，毕竟这是收听数周之后的心得。

1. 首先是关于广播的语言。过去常听到的教育性的、高层次的谈话，现在几乎销声匿迹。我对此有点遗憾，但也知道，即使这类谈话继续举办，我也不会经常收听了。我想它们必须经过特别精心地制作才值得一听。为农民的节目倒是极为有趣，制作得也好，而且我认为还很实用。我想约翰·希尔顿(John Hilton)的最后一次广播[8]作了极大努力，趣味性和效

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果都极好。

但说到这里我要插入一些人们对广播语音的普遍看法。回想我喜欢的节目，几乎都不会用你、我和播音员的那种干巴巴的、缺乏韵味的语音语调。如果希尔顿的节目用播音员腔调的话，那会失去多少光彩！在卡莱尔(Carlyle)的戏剧[9]中，卡莱尔本人用一口浓重的苏格兰口音讲得也很成功，而约翰·斯图亚特·穆勒(John Stuart Mill)的拙劣并不限于语言。另一晚由叶芝(Yeats)介绍他的诗歌，[10]他与随后朗诵他作品的人相比其效果显得卓尔不凡。《我的彭妮》[11]有些红得发紫，其成功是不可否认的，但这在很大程度上仰仗古尔登(Goolden)独具个性的声音。我甚至觉得雷金纳德·弗特(Reginald Foort)[12]的风琴节目中难听的伦敦口音，相对于播音员的声音也算一种调剂。不知什么缘故，甚至他那样的声音也具有效果鲜明的特征和个性。星期天晚上我回忆了一些宗教仪式，发现自己总是在一些小型的威尔士圣所参加仪式，因为他们念的《使徒行传(the Acts of the Apostles)》悦耳动听。

实际上，离开特定环境来看，我深感播音员文绉绉的语调是极不成功的，尤其当播音员的语调既文绉绉又故作深沉时效果更差。

但是，如果选择了恰当的语调，朗读就有广阔的前景。上周贝利斯福特(Beresford)令人极其愉快地朗诵自己写的一些小故事。[13]显然，很多文字并不适于用外省口音来念(虽然相反的情况也很多)，我相信那种必须用文绉绉的语音语调来念的东西更应由年长一些的人来担当。最糟糕的是一些播音员既缺乏年轻人声音的魅力和单纯，又不具备成熟声音的圆熟。我相信很多年长的人，尤其是作家，具有我说的这种声音。声

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

音中必须具备个性，而一般说来也只有成熟的声音才有个性。这一点在我看来非常重要，因为我觉得真正好的朗读会有很好的发展前景。我们之中许多人都受过朗诵艺术的滋养，它是与广大公众交流的最好方式之一。

至于戏剧，我总是不能不提到它。但在我看来戏剧仍然是一种彻头彻尾的失败。唯一的例外是那些我已烂熟于心的戏剧。例如，我喜欢阿旺的斯特拉福特剧团（Stratford-on-Avon）演的《如愿（As you like it）》。[14]但那是因为我早已用心灵理解了这部戏。如果要我很快接受一部新戏，我决不会有这般专注和耐心的。

在此我还要提一项更激烈的意见。在大约一个星期的时间里，每天中午的广播节目几乎都要被温布尔登网球赛（Wimbledon）的评论打断。再没有比听人描述看不见的网球赛更乏味的事了。而且英国广播公司的听众中肯定只有很小部分具备一流网球的知识和经验，才会为这样的描述而激动。更加讨厌的是这种评论来去无定时。一天下午他们在舒伯特（Schubert）的交响乐中插进了十分钟的温布尔登网球评论，然后又让交响乐从中断处继续下去。这种行为是粗暴、不光彩的，而且肯定错误地理解了公众的愿望。当然我并不是针对所有的体育评论，其中确实有些非常受人喜爱，有些是任何人都会喜欢的。但是就网球而言，不管有什么理由，都极不恰当。

2. 音乐。我不是音乐家，但欣赏过大量音乐，因此也斗胆说说自己的观点。

我极不情愿贬低托斯卡尼尼（Toscanini）的表现，[15]但我确实认为他的音乐会让人失望。从他那里听到的只有干涩，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而没有细节，绝大部分细节是听不见的。结果让听众感到他充其量只达到瓦格纳(Wagner)的低级水平，我想这意味着听众听他实际演奏的东西实在太简单了。另一方面，格林德伯恩歌剧团(the Glyndebourne Opera)的表现却绝对完美。它似乎是广播的理想内容，即使连续播放五遍也不过分。我还希望每周至少播出三次歌剧。室内乐一般来说都是受人欢迎的。听室内乐可以听得真真切切，而听上百人的乐队演奏的复杂交响乐却不容易听完整。

没有足够的音乐供演奏这一困难是显而易见的。但我以为其中还有相当部分是不入流的音乐，毫无必要。我能听完全消遣性的廉价音乐，而且愿意这种音乐更多些。但是大段大段播出的粗劣音乐既不是廉价的更不是优秀的，只是不可救药的不入流的音乐。我还认为当代作曲家的蹩脚音乐不配演出。显然您有责任支持当代作曲家。但是播出的相当多作品显然标准过低。说到廉价的流行音乐，为什么吉尔伯特(Gilbert)和沙利文(Sullivan)的作品从来就没有播出过？没有比他们的作品更流行、更棒的音乐了。我想更多的音乐都可以用好的留声机唱片来播放。现有的唱片库存已经给您提供了相当大的选择。我建议这些唱片不要像通常那样断断续续播放，而是让长篇作品一气呵成为好。例如今年相当长一段时间内没有播出过歌剧，何不系列播出格林德伯恩的唱片呢？广泛选取曲目可以把那些不入流的音乐排挤出去；而且通过唱片，听众可以听到各种品味的音乐、满足各种趣味。

另外还有两点，属于小一点的问题，不过也相当重要。交响乐和奏鸣曲的每一乐章是否都有必要详细预告？它们都已经刊载在《广播时代(Radio Times)》上，想知道的人尽可去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看，念起来可就成了音乐会中的沉闷隔断；播音员总是这样做，他们也不懂乐章的含义，只是要在舞台说明中夹进一些错误的意义或感觉。

第二点是有无必要占用唱片播出时间的一半来预告唱片号？听众难道会拿出纸笔匆匆记下来？这真有点荒谬。唱片号码（不像上文说过的乐章）并没有登载在《广播时代》上，从唱片公司的角度看，在《广播时代》上刊登唱片号非常有用，如果听众特别喜欢某张唱片，就可以按图索骥。但指望听众入迷到耳听手记的程度，就不那么靠得住了。播音员介绍乐章和唱片号的声音对我的欣赏是一种真正破坏性的扰乱。

我恐怕已经写得太长了，我的意见是不吐不快的。

你真诚的，

J.M. 凯恩斯

在 19 世纪 30 年代余下的时间里，凯恩斯抱病继续参与艺术剧院的管理。有时候他私人赞助演出活动，有时参与实际操作，如在伦敦西区的易卜生剧作演季。另外在 1938 年，剧院实现了经济自立，凯恩斯就把剧院移交给一个慈善性的托管机构。他与剑桥市市长的通信阐述了这个问题。

凯恩斯致剑桥市长的信，1938 年 4 月 23 日。

亲爱的市长先生：

我在 1934 年就倡议组建一家公司来建造和管理剑桥艺术剧院，我的目的是在剑桥有一处合适的活动中心，其管理标准符合剑桥城和剑桥大学的教育目的，促进戏剧、电影、歌剧、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

芭蕾和音乐艺术的发展。

现在剧院开业已逾两年，而且可以说已经能独立行动并且走上了正轨。希腊戏剧委员会(the Greek Play Committee)、大学音乐协会(the University Musical Society)、业余剧社和马洛协会(Marlowe Societies)、罗德尼戏剧俱乐部(the Rodney Dramatic Club)、市立交响乐团(the Municipal Orchestra)、大学非正规音乐俱乐部(the University Informal Music Club)、科学工作者协会(the Scientific Workers Association)、剑桥郡乡村社区议会(the Cambridgeshire Rural Community Council)、不列颠戏剧联合社团剧院(西区)[the British Drama League Community Theatre (Eastern Area)]都曾在我们剧院主办过演出活动。我们自己上演过莎士比亚、莫里哀(Molière)、格尔德尼(Goldoni)和易卜生的戏剧，莫扎特、阿恩(Arne)、亨德尔(Handel)和沃恩·威廉姆斯(Vaughan Williams)的歌剧。维克-韦尔斯芭蕾舞团、维克-韦尔斯歌剧团、都柏林艾比剧院(the Abbey Theatre of Dublin)、威斯敏斯特剧院(the Westminster Theatre)、墨丘利剧院(the Mercury Theatre)、露丝小姐布行(Miss Ruth Draper)、牛津定期换演剧目剧团(the Oxford Repertory Company)和其他许多演出团体都在我院举办过演季演出。

所以，本剧院已有能力为剑桥城和大学服务。由此我还想再进一步，这个想法已经在我心里藏了很久了，清楚地表明剧院的存在是出于公益而非个人目的。我建立了一个慈善托管机构，作为剧院公司总资本六分之五强的普通股份的唯一持有人，我同时已把全部个人股份都赠送给该机构了；另外我还签订了一份契约，在若干年内以现款向受托管理人支付年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金，总额为5,000英镑。

要建立这个托管机构就须任命最合适的受托管理人选，我写这封信给您主要也就是为这件事。有人建议，受托管理人应由五方人士组成，包括城市代表，即市长和副市长；大学代表，即英文教授和音乐教授；我的学院院长，他是剧院地产的所有人；还有赖兰兹(Rylands)先生，大学英文讲师，以及我本人，作为实际管理剧院的代表。剧院由这些人士控制，经常由他们几个人决定剧院事务，市议会和大学可能就不必向剧院提出官方的要求了。我随信附上了一份托管契约副本。

我出生在剑桥，而且一辈子都住在这里，和剑桥大学及剑桥城都有亲密无间的关系。我父亲担任剑桥大学评议委员会秘书达 33 年之久，还承担过大学注册事务。我母亲担任过卫报董事会(the Board of Guardians)主席、治安官、自治城市参议员和市长。通过他们，我对剑桥大学和剑桥城一直怀有兴趣和忠诚；我拟建立这个托管机构，发挥它为大学、为城市服务的潜力，在某种意义上也是纪念我父母半个多世纪来对剑桥的忠诚服务。

我还要附寄一份同样内容的信给副大臣，并给英文和音乐教授，以及国王学院院长各送一份副本。

你忠诚的，

J.M. 凯恩斯

剑桥市长致凯恩斯的信，1938 年 5 月 29 日。

亲爱的凯恩斯先生：

接到您 4 月 23 日的信非常感谢。所谈关于剑桥艺术剧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

院的托管机构之事，我感到很有意思。

我已经将您的信和委托管理机构契约草案送给副市长过目。我们个人都觉得愿意倾尽心力支持这个项目。

至于您提议这次由市长和副市长出任委托管理人中的相关职位人士，您既已意识到拟议中的这个委托管理机构并没有和公司联系在一起，那么让市长和副市长接受这个职位只能约束他们本人，约束不了他们的继任者。虽然可以想见我们的官方继任者在任期间会愿意出任该项职位。

副市长和我还想表示赞赏您资助委托管理机构的慷慨行为，并很高兴地接受您的要求，出任委托管理人中的相关职位成员。

你真诚的，

E. 沙维利·佩克

1938 年 8 月 6 日，特纳（W. J. Turner）在《新政治家》的"杂谈（Miscellany）"专栏中提议，在科罗姆维尔路（Cromwell Road）建一座国家剧院，这就提出了所选地点是否合适以及地基大小的问题。

凯恩斯致《新政治家》与《国家》编辑的信，1938 年 8 月 9 日。

先生：

我写这封信是打算响应特纳先生的文章。我像他一样怀有对国家剧院的向往，也像他一样对现计划中的某些细节还感到不安。

特纳先生坚持要有一块大的地基，这是对的。他指出，必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须有一个大剧场，又有一个带餐馆的小剧场。我认为还应加上排练室、布景和服装工作间、宽大的仓库和室内、室外咖啡座。因为国家剧院应成为公共机构，而不仅是一片听众席。显然，在伦敦中心区，除了雷金特和海德公园（Regent's or Hyde Park）再也没有其他合适的地点了。但是只有王冠地区（the Crown）能提供地基，足以建造宏大的国家级纪念性建筑，而不浪费纳税人的钱。

我们是战时艺术独裁者的聪明弟子，让我们在和平时期艺术中约略地模仿他们一回吧。

J.M. 凯恩斯

8月20日，《新政治家》刊登了埃迪丝·莱特尔顿夫人（Dame Edith Lyttelton）的一封信，她是国家剧院倡议委员会副主席，也是维克-韦尔斯理事会成员。她认为凯恩斯应响应她们的倡议，并指出王冠地区并不适合大的基建项目，而且从伦敦的公园分割地皮搞的基建项目也不会得到公众支持。凯恩斯答复道：

先生：

埃迪丝·莱特尔顿夫人说，在这个国家，国立的公共场所常常要通过私人的努力才能建成，这是对的。在国家剧院事务方面，维克-韦尔斯组织就是一个范例。但现在我可以用与维克-韦尔斯不同的方式来想像国家剧院工程了。我欢迎和支持这个项目。在赞助者关心的问题上，还有哪些事是维克-韦尔斯还没有做而新的国家剧院可以去做的？在伊诗灵顿（Islington）和滑铁卢路（Waterloo Road）的两座剧院之外，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯星顿(Kensington)再建一座，将是很有价值的，地点也正合适。建一座同样或稍小规模的剧院使双方竞争，这样做的目的和益处我迄今闻所未闻，虽然我愿意相信这样做自有道理。

埃迪丝夫人要求在位于雷金特或海德公园的王冠地区所建的剧院应具有权威性，她已尽力呼吁，但这显然是不可能的，而且她自己也的确不太乐意这样。

很多地域都有飞地。飞地不但未破坏所在地域的景观，而且还丰富了所在地域。伦敦人对侵占公众放松身心场所的行为是抱有警觉的。这种地方，不论其规模大小，不管它处在堂皇的建筑之中还是在布莱希报告(the Bressey Report)[16]中所设想的公园地下通道之中，都适于演出戏剧、歌剧、芭蕾和合唱剧。或者，可以利用荒地建造，我们构想是在泰晤士河南岸，威斯敏斯特教堂和滑铁卢桥之间的某处，一家咖啡馆上方一百码的梯田状台地上。我们，不论老少、不论是乡民市民，难道愿意身后留不下任何纪念碑式的建筑？——除了可能有一个防空洞以外——而谨小慎微的政府大概连建防空洞都犹豫不决呢！

J.M. 凯恩斯

致《新政治家》与《国家》编辑的信，1938 年 8 月 22 日。

战争期间，凯恩斯继续关注艺术剧院事务。而且，他很快又参与了国家级的艺术事业。1941 年 10 月，他担任了国家画廊托管委员。四个月后，他又出任音乐美术促进委员会主席，这是朝圣者托管机构(Pilgrim Trust)在战争爆发之后不久建立的，后来其资金由托管机构和财政部共管。凯恩斯受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职时，朝圣者托管机构已经退出，促进委员会完全由财政部资助。

凯恩斯当然满腔热情地投入音美促委会的活动中去，并把它引向一个新的方向，其中最重大的活动是租借布里斯托的皇家剧院(the Theatre Royal, Bristol)，以免它被拆毁，并使之于1943年重新开张。此时凯恩斯为《泰晤士报》撰写了一篇稿件。

战时的艺术

今天晚上，在布里斯托皇家剧院，西比尔·桑代克夫人(Dame Sybil Thorndike)饰演哈德卡斯托尔夫人(Mrs Hardcastle)，说了一段新编的开场白，这仿佛是1766年加里克(Garrick)在这家剧场演说开场白情景的再现。1766年该剧院刚刚落成，一百多年来，它为剧院的规划和审美作用提供了长久的经验。该剧院的正厅后座向两边呈半圆形地逐排升高，这种设计在我国还是首例。在后来的岁月里，我们这座最古老的剧院以它毫不含糊的美，像圣保罗大教堂(St. Paul's)一样，历经兵戈劫火幸存下来。

但是在这个奇特的国家，这种幸运并不总有——哪怕这座建筑具有罕见的美，哪怕其中回荡着西顿(Siddons)、坎布尔(Kemble)、凯恩(Kean)、麦克雷迪(Macready)、欧文(Irving)和爱伦·泰利(Ellen Terry)的声音，哪怕它仍然能很好地为大众提供新的乐趣。一年以前，这座从敌人手中幸存下来的剧院，将要被拆毁，改建成货栈。布里斯托市民们及时地建立了呼吁基金并任命了托管人。但这还不足以修整剧院并使它恢复正常演出。因此音乐美术促进委员会，一家现在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全由国家拨款支持的机构，从托管人手中把剧院资产和日常管理任务接收过来，希望在适当的时候能把一项不为债务所累的事业交还给布里斯托市民，由地方上来管理。

这是音美促委会的一项新任务，并在国家与剧院的关系方面树立了一个值得载入史册的榜样。促进委员会[这个名称就像 Bancor(译注：系 Banco——法官席——一词加名词后缀 or 而成，并非规范单词，但可理解成“法官”意)一样坏而且讨厌！]从财政部领取款项，并接受教育委员会(the Board of Education)主席的领导。可喜的是它极具独立性，有庞大的组织而又没有固定的规则，因此可以为官方做一些拾遗补阙的工作。

啊，当金斯利爵士(Sir Kingslty)带来这五雷轰顶的消息，
天地之间只有一片漆黑，
我们相信爵士所言是实，但又抱定忠心赤胆，
为挽救英国的骄傲——皇家剧院。

于是我们在并无准备的情况下偶然地陷入修缮剧院的事务中。这事真有点糟糕，我们最好今晚就把情况说清楚，不是为了出风头，而是希望公众多多包涵。而且，希望官方在有此先例之后将来可以以此为鉴。

促进委员会的活动在迅速扩大，其中很多是临时性活动。在战时，委员会的大部分活动是为数百家工厂提供服务；送戏到矿区村庄和战时旅店，那里的很多观众生平第一次看到现场演出；为在家度假的人和公园与公共场所的人提供消遣。在伟大的开拓者威廉姆斯(W. E. Williams)先生的帮助下，我们通过英国成人教育学会(the British Institute of Adult Education)举行了大量的画展、放映了《重建不列颠》等大批

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影片，对广大公众起到了教育和娱乐作用。上周我们还和一个芭蕾舞团合作[我给兰伯特夫人(Mme Rambert)捐赠了一笔款子]，在中部地区的一家工厂围墙里演出，为3,000名工人带去了欢乐。

我们所有的文艺团体都必须为国家尽义务，在战争期间满足公众的文化需求。而且我们还在努力帮助那些在各个艺术门类中追求最高标准的创作人员和实际演出人员，把他们的作品送到全国各地观众面前，让他们接触到大批满怀希望踊跃前来的新观众。我国所有持严肃艺术态度的第一流交响乐团、弦乐队、绝大部分画家、大部分(我想现在可以这么说)歌剧团、芭蕾舞团和剧团都或长期或短期地与我们合作。我们的宗旨是对他们的作品和艺术目标要兼容并包，对艺术团体和个人的经营管理不予干涉；而他们也会怀着良好的意愿，尽呈天才，奉献出最丰富多彩的戏剧、绘画和音乐。

现在我国的艺术生活比以前要兴盛得多。我们最有意义的发现是公众需求竟如此巨大。除了我们为战时原因而谨慎地提供的免费或费用极少的项目外，支持如此众多活动所费的金钱实在是微不足道。现在在英国任何城市，只要有容纳观众的建筑，观众就会把售票亭前挤得水泄不通。这样的情形并不是总有的。我觉得我们有这样的幸运是由于英国广播公司(我们有时候抱怨它只是恨铁不成钢罢了)成功地刺激和提高了公众的趣味。

但是建筑不敷用真是一个大问题。很适合我们使用的剧场、音乐厅和画廊，在整个英国屈指可数。一旦战后重建，应该在这方面多花点钱。这些花费最终还是有价值的。但我们的确应该从一开始就为教化性艺术和愉悦性艺术奠定物质基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础。如果到战后总结委员会在一个临时性的基础上取得经验，将是有益的成果。如果在国家的帮助下打下了物质基础，就等于在公众和艺术家之间架设了桥梁。缪斯们会从尘封的隐身处走出，为人们奉献其所有。为了成就这桩美事，让我们在普利茅斯(Plymouth)、科芬特里(Coventry)和其他地方，在古老的伦敦为缪斯建起神殿，纪念这些城市在战争中坚韧的忍耐力吧。或者说得更明白些——优先解决这个瓶颈难题吧！无论如何，不要丢掉已经拥有的东西。这样看来我们在布里斯托所做的抢救工作就很有必要了。我在上文中已经从赫伯特·法尤恩(Herbert Farjeon)先生为这场演出写的开场白(远远胜于加里克写的那篇)中摘录过四句诗，他在另一篇开场白中写有这样两句话，促进委员会，实际上我们所有的人都应该把它当作座右铭：

善始慎终，
存今博古。

录自《泰晤士报》，1943 年 5 月 11 日

另一次，公众攻击音美促委会巡展的绘画，凯恩斯为它作了公开辩护。

致《泰晤士报》编辑的信，1944 年 3 月 12 日。

先生：

星期六贵刊登了一封多人签名的信，指责音乐美术促进委员会巡展的绘画不恰当地限于所谓“现代主义”艺术之内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这封信暗示我们的宗旨就是蓄意降低公众的趣味。那么多签名者对事实缺乏起码的调查就写出这么一封信来，这真令人惊骇。不过，因为委员会的活动是为公众事务和兴趣服务的，我还是要冒昧地、但也是尽量简短地陈述一下事实。

委员会建立之初并不自己组织展览，虽然那时通过朝圣者托管机构的帮助，我们已经收藏有一小批价值不高的画。我们自己设定的角色是英国成人教育学会最好的先锋性组织。不过，在1942年，除了继续在这方面努力之外，我们又增加了其他工作。到目前为止，我们的三大主要成果是在各郡巡回展出西科特画展(the Sicket Exhibition)、威尔逊·斯蒂尔画展(the Wilson Steer Exhibition)，以及泰特画廊在战时获得的艺术品。所有展品以前都曾经在国家画廊展出并获得普遍好评。

写这封信的人们没有特别指出这些展览中的哪一次降低了公众的趣味。我们本来打算既举办昔日大师的重要展览，也组织近年出色作品的展览。但是很自然地，要求收藏者在现有条件下拿出画来供在全国巡回展览，显然是不切实际的。由于同样的原因，原拟在国家画廊举行的法国绘画展、拟于近期举办的美国绘画精品展也都告吹。但不管怎样，我们还是展出了一批可观的英国风景画，泰特画廊也将给我们提供一批维多利亚时代有代表性的叙事画，这些画曾经倾倒无数观众，相信今天依然魅力不减。

然而，最重要的是，我们通过原作展览，而不是照片和印刷品，以尽力普及艺术发展史知识。我要特别提到这样一些展览题目：《艺术家与教会》、《英国艺术与地中海文化》、《肖像画和人物画》，以及《1800年以来的英国书籍插图》。另外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得一提的还有题为《记录不列颠》的两个系列的水彩画展览，是受朝圣者托管机构委托举办的，内容是可能遭到战争破坏的精彩建筑；《重建不列颠》，由英国皇家建筑师协会(R.I.B.A.)筹办；还有《芭蕾设计展》。

我们为适应时代需求而举办的25次巡回展览中，有6次当代艺术家联展，其中有两次展品选自皇家美术学院夏季展，由学院委员会(指责信签名者中有两位就是该委员会的成员)负责挑选展品；一次是《在世苏格兰艺术家作品展》，由一个专门的苏格兰委员会挑选展品。很可能就是这些展品中的某一件引起了那些写信人的愤怒。他们没有说明自己是希望所有的当代绘画都不参加巡回展出，抑或只是针对某一个特定的学派。如果是后者，那就谈不上艺术自由和忠实，倒是在古代艺术趣味反衬下益显出其徒劳和幼稚。我们自己实际和谨慎的宗旨是让任何严肃的艺术形式都享有机会，上述展览题目可以显示出我们已经尽量可能地兼容并包了。

委员会选择展览时参考一个艺术小组的意见，其成员有国家画廊、泰特画廊、里兹市立画廊(the Leeds Municipal Gallery)的总监；有塞缪尔·考陶尔德先生，他是国家画廊托管委员会主席，并曾向国家收藏捐赠过出色的藏品；有W.E.威廉姆斯先生，他是英国成人教育学会的发起人，现任现役军队事务局主任(the Director of the Army Bereau of Current Affairs)；还有三位艺术家，托姆·莫宁顿(Tom Monnington, R.A.)、邓肯·格兰特和亨利·摩尔(Henry Moore)，他们的成就有口皆碑，是当代艺术的光荣和骄傲，这一点相信您也会同意的。我们的总监在和平时期是维多利亚和阿尔伯特博物馆的图书馆(the Library of the Victorial and Albert Museum)负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责人。事实上，我们这个小组中还有很多顽固派人士。从总体上说，我们无疑是慎重的。

您的，

凯恩斯

1945年春，音乐美术促进委员会举办了一项50年来的法国书籍插图展览。凯恩斯为展览图录撰写了前言。

随着法国的解放，人们自然强烈地希望恢复我们两国之间断绝已久的文化联系。过去这种联系对我们双方都具有重大意义。我们本来应该举行一次法国当代绘画展，让大家看看这次灭顶之灾给法国画家带来了什么影响，出现了哪些新趋势。可惜由于运输受到法国经济现状的严重制约，在目前还不能收集到法国绘画的代表作来展出。但我们考虑，展出法国50年来的书籍插图艺术，包括最杰出的当代艺术家的近作，也会是一个良好的开端。

委员会的艺术总监菲利普·詹姆斯(Philip James)先生专程赴巴黎安排展览、挑选展品，发现在沦陷期间出版的图书品质和风格都极为出色，是一笔难以想像的财富。这些书纸张精良，版式宽松大方，字体优美，附有创作的套色木版画、蚀刻版画、铜版画和石版画，美轮美奂，简直令人嫉妒(虽然这并不意味着法国一般图书业的日子比我国的好过)。相形之下，质朴的书籍就只是藏拙遮丑而已。观看这些书至少会促使我们尽快忘却那严峻的岁月和“战争应急协议”，以及错误的理论经济和教化性艺术之类东西——实际上它们对国家生活和个人精神都有不可估量的影响。因此，我们很高兴有机会欣赏图鲁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兹-劳特累克(Toulouse-Lautrec)、波纳尔(Bonnard)、马蒂斯、卢奥(Rouault)、毕加索和其他众多大师的插图作品，并通过这些作品向法兰西表示敬意。这种敬意是完全真诚的，因为我们自己的书籍插图趣味和传统，不论其好坏，是与法国不同的。

委员会要向法国大使列尼·马西利(René Massigli)先生和法国大使馆的帕里斯(Paris)先生致谢，没有他们的关心和帮助，展览是无法成功的。文艺作品局(Service des Oeuvres)为展览收集图书提供方便，我们为此要感谢该组织的劳吉尔(Laugier)和尤伯特(Joubert)先生。另外还要感谢所有借书给我们的法国出版商和画廊。马丁·法比亚尼(Martin Fabiani)先生对安布罗瓦·沃拉尔出版社(Ambroise Vollard)后期出版的精美图书作出了突出的贡献，其中很多选题都是由法比亚尼先生本人完成的，或正在完成之中。亨利·佩蒂耶(Henri Petiet)先生不但向我们出借藏书，而且为我们提供了很多有关这一专业的知识。杜诺伊尔·德·萨贡泽克(Dunoyer de Segonzac)先生在法国交游广泛，他的《田园诗(Georgics)》一书拖延了很久尚未出版，他慨然将校样中的插图借给我们。

我们还要向很多人士致谢。瑞默尔(A. Zwemmer)先生对展览起到了相当大的作用；维多利亚和阿尔伯特博物馆的总监允许我们从南肯星顿(South Kensington)的国家艺术图书馆借了一批书。其他所有惠借图书的人也请接受我们衷心的感谢。最后要感谢英国驻法大使馆办公处的工作人员帮助递送图书，尤其要感谢尼恰姆金(S. Nechankim)小姐和亨利奥尼(Henrion)先生协助布展。本展览在伦敦国家画廊以及本文所致谢的各画廊展出之后，和委员会的其他展览一样，将到各郡巡回展览。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯

录自音乐美术促进委员会,《法国书籍插图展,1895—1945年》

随着战事的进展,委员会在战后的未来提上了议事日程。经过几个月的讨论,欧洲战事结束后,财政大臣于1945年6月12日宣布政府决定把音乐美术促进委员会改为大英艺术委员会(the Art Council of Great Britain),永久性地继续其活动。几周后,凯恩斯发表了关于新组织的广播讲话。

艺术委员会的宗旨和期望

在战争的初期,所有能抚慰我们精神的东西都处在低潮,通过朝圣者托管机构的帮助,我们建立了一个组织,正式名称为"音乐美术促进委员会",但更出名的是它的首字母简称"C.E.M.A."。它的任务是把音乐、戏剧和绘画送到所有和欢乐岁月中的杰作隔绝的地方:防空洞、战时旅店、工厂、矿区村庄。国立高等农艺学校(E.N.S.A.)负责服务机构的经营;英国文化委员会(the British Council)负责与海外的联系;委员会的职责是争取机会,为处于重重压力之下、经常要逃难的平民举行文艺演出。

随着经验的增长,我们的雄心和活动范围都扩大了。应该说明的是,委员会虽然是由私人资助建立起来的,但很快就得到了教育委员会的赞助,最终完全由财政部资助。我们从来没有太多的钱,但是精打细算地办了很多事情。起初我们只想恢复因战争而失去的文化生活;但很快就发现,我们提供的很多东西即便在和平时期也不曾有过。这就是为什么联合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府最近决定给委员会起一个新的名称、使之在和平时期继续存在下去并扩大活动范围。今后它就成为一个永久性的实体了,机构独立,不受官方的繁文缛节限制,但是由财政部拨款,并最终向议会负责。议会要经常议决对它的拨款,因此它的工作必须让议会满意。如果它行为失当,任何一位议员都可以向财政大臣质询,要求解释。它的名称为大英艺术委员会。我希望你们将它的简称叫作艺委会,而不要把首字母简称弄成错乱颠倒的词。我们在慎重选择首字母简称,并希望它不会连缀发音。

我不相信这件事的重大意义已深入人心。但是对艺术的赞助还是不知不觉地出现了。它是以一种很英国化的、非正式的、不事张扬的方式进行的——如果你们愿意,也可以说那是稚拙的方式。一家半独立的团体得到了一项基金,用以鼓励、安慰和支持任何私立或公立的社团或实体,抱着严肃的目的,让公众欣赏到戏剧、音乐和绘画艺术。

公共财政管理者终于意识到支持和鼓励教化性的艺术是他们的职责。但我们不想把它社会化。不管现在对立的各党派抱什么观点——每天晚上这个钟点你们都会听到他们谈社会工业问题——我想人人都明白,艺术家的工作从任何方面来讲都是天生独立和自由的,不拘法度、无组织、无控制的。艺术家信马由缰,全凭自己的感觉引领。他不知道自己所去的方向;他不能自己弄清方向。但他又会把我们引向新奇的领域,教我们去爱、去享受我们常常随便抛弃的东西,扩大我们的感受力,又净化我们的直觉。官方团体的任务不是教育或检查删剪,而是给予鼓励、信任和机会。艺术家依赖他们所生活的世界以及时代精神。只要有广泛的机会与传统和当代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艺术的最卓越形式融汇，新的作品就会从出乎意料的角落、以不可预测的形式，源源不断地涌现。

但是不要把艺委会想像成教员。你们的欣赏将是我们的第一目标。我们的经费并不多，你们将用自己的赞助决定将来的长期发展方向。让我们教你们玩和观察这一种新的游戏。战时的经验清楚地揭示了：大批公众渴求着严肃、精美的文化娱乐。这种状况由来已久。我不相信这仅仅是战时的现象。我觉得英国广播公司对激发观众的文娱要求起到了相当大的作用、乃至最大的作用。广播把过去只有少数人才玩的游戏送到全国上下每一个人的生活中，形成了新的趣味和习惯，提高了观众的期望和欣赏能力。听说如今广播播出的一场优秀交响音乐会可以有500万人收听。他们的耳朵都训练有素。根据某种预测，他们中的很多人盼望有机会现场聆听音乐、体验强烈的激动和注意力与情感的集中，乐队演奏时汹涌奔流的、光华四射的音乐把大群听众都深深打动，音乐流向他们的四肢百骸，荡气回肠。因此半个世界的人们都更愿意听现场音乐演奏、感受出于艺术家本人的手和身体的作品，其中还包含着有血有肉的微妙发挥。

我相信，英国广播公司和艺委会能互相产生积极影响。艺委会的目的是培养公众新兴的、广泛的艺术需求。但是应该弄清楚我们首要的问题是什么，是缺少——在英国大部分地区根本没有——宽敞、合适的建筑。在英国，值得一提的剧院、音乐厅和画廊从来就不是太多，有限的几家，尤其是电影院，也因事故和空袭而损失惨重；而真正适合容纳大量听众的现代工程建筑还没有出现。越来越多的大城市只建有小小的演出中心，其墙体由完全裸露的砖和砂浆组成。而以我国目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的条件，又不能很快地解决这类问题。当务之急仍是修建居民住宅。

这当然是对的。不过我还是请求管理者考虑中庸规划和沙浆问题。我们所居社区的重建必须按适度比例进行。不能只准备避难所而不顾及其他，不能只求睡梦中的栖身之处舒适而不顾及清醒时集会和娱乐的场地。我希望每年政府财源中应有合理的部分专门用于建造和维修我们所需要的建筑。听说在俄国，剧院和音乐厅的修建享有非常突出的优先权。

然后把这类建筑普及全国。我们艺委会极为关心的是英国戏剧、音乐和美术生活的传播，在各郡建立活动中心，在上述事务中与各城各县加强合作。我们并不想包揽不必非由我们做的事，而愿与地方当局合作，并鼓励地方上的学会、协会和实体带头。我们已经在伯明翰(Birmingham)、剑桥、曼彻斯特(Manchester)、诺丁汉(Nottingham)、布里斯托、利兹、泰恩的纽卡塞尔(Newcastle-on-Tyne)、卡地夫(Cardiff)和爱丁堡(Edinburgh)都建立了地方办事处。在苏格兰和威尔士也建立了专门的委员会。特别是在格拉斯哥(Glasgow)，公民剧院(the Citizens Theatre)的工作是完美的典范，我们希望全国各地都仿效。他们有自己的剧作家、剧目和不断成长、有鉴赏力的地方观众群。我们非常希望新威尔士委员会能给威尔士人民中的特殊天才以鼓励。当然，在每一座遭受过空袭的城镇，人们都希望地方当局修建一批建筑用于戏剧、音乐和美术。没有什么东西比战争的记忆更有助于保证个人的精神自由。我们展望着未来时代：剧院、音乐厅和画廊成为每一个人成长过程中的活跃因素，经常亲临剧院和音乐会成为常规教育的一部分。英国广播公司恢复播出地方性节目在振奋地方民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众精神和激发其艺术兴趣方面会起到很大作用。如果全国各地区都重新走上战前的正规，并寻求发展一些与邻近地区不同的、具有自身特色的东西，那该多么令人欣喜。都市标准和时尚的过分风靡是最为有害的。让可爱英伦的每一部分都以自己的方式美丽起来，让好莱坞(Hollywood)见鬼去吧。

但是，我们的任务仍然是把伦敦建成一座伟大的艺术都会，一个让人游览、徜徉的地方。按照这个要求看，现在的伦敦是半废墟状态。女王大厅(the Queen Hall)业已毁坏，没有合适的地方举办音乐会。科文特花园的皇家歌剧院在战时已改作他用。克里斯托宫(the Crystal Palace)已毁于火灾。我们希望科文特花园能在明年初重新开放，成为歌剧和芭蕾舞演出中心。伦敦郡议事厅已经拨了一块地基用于建国家剧院。艺委会和克里斯托宫管委会正在合作筹划把该处恢复成一座堂皇的人民宫(People's Palace)。

现在还不知道时代的大潮会把我们这条新船送到哪儿去。大英艺委会的目标是在这个伟大时代建立一种环境，养成一种精神，培育一种观念，造成一种刺激，让艺术家和公众互相支持、互为依存，形成一个自古少有的公共教化生活的联合体。

录自《听众》，1945 年 7 月 12 日

凯恩斯的广播讲话中有一句话引起了麻烦，艺术家联合社团(United Artists Corporation)总监在 7 月 11 日的《泰晤士报》上质问他说的“让好莱坞见鬼去吧”是否代表艺委会向好莱坞宣战，这种冲突是否有必要、是否符合人们的愿望。实际上电影片也是艺委会计划中的重要项目。凯恩斯对此作了回答。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致《泰晤士报》编辑的信，1945 年 7 月 11 日。

先生：

波尔(Pole)先生和艺术家联合社团人多势众，应该宽恕我的怪话。不过我的话也许是错了。我在讲话中赞美两点：(1)艺术家本人的表演“包含着有血有肉的微妙发挥”；(2)这样一个世界：“全国各地区都重新走上战前的正规，并寻求发展一些与邻近地区不同的、具有自身特色的东西”。由此我还应该说——“好莱坞有好莱坞的方式！”

以此答复波尔先生的善意质询，并欢迎任何有益的建议。

你驯服的奴仆，

凯恩斯

注 释

① 罗杰·弗莱和弗兰克·多布森已先行退出。

② 迈尔斯已于 1931 年停止参加活动。

③ 这里谈到的信件宣布弗鲁姆剧院(the Forum Theatre)成立并寻求可能的合伙人。

④ 早在 1925 年凯恩斯就探讨过在剑桥建一座新剧院的可能性，但他当时还在伦敦艺术家协会和《国家》杂志任职，难以全力投入剧院的事务。他曾经有条件地答应为该项目提供财政支持，但当它找不到大的支持者时，他也拒绝支持了。

⑤ 威姆斯夫人，《威姆斯勋爵一世生平和书信(Life and Letters of the First Lord Wemyss)》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

⑥ 《世界的转折点(The World Crisis)》。

⑦ 这篇文章未播出。

⑧ 《这个和那个(This and That)》,1937年7月1日。

⑨ 《切尼航程中的卡莱尔一家(The Carlyles at Cheyne Row)》,1937年6月27日。

⑩ 《我的诗歌(My Own Poetry)》,1937年7月3日。

⑪ 《我的彭妮历险记(The Strange Adventure of My Penny)》后来由理查德·古尔登(Richard Goolden)播出第二辑,名为《我的彭妮》。

⑫ 英国广播公司剧院的风琴手,常常在国家服务局演出。

⑬ 《职业的顶点》,贝利斯福特朗诵,1937年7月11日。

⑭ 1937年7月4日播出。

⑮ 时任英国广播公司交响乐团客座指挥。

⑯ 交通部《高速公路发展纵览,1937年(大伦敦)》,政府文书部,1938年,第79—80页。查尔斯·布莱希(Charles Bressey)爵士是该项目的工程师。